

LA RIFORMA DEL TFR E IL COSTO PER LE IMPRESE MINORI: UN'ANALISI DI MICROSIMULAZIONE

di Rossella Bardazzi e Maria Grazia Pazienza

1. Introduzione

In Italia una forma particolare di previdenza integrativa esiste da molti anni sotto forma di Trattamento di Fine Rapporto (TFR). Questo istituto si caratterizza in primo luogo per l'accumulazione presso l'impresa in cui opera il beneficiario di una quota di retribuzione che non è impiegata sui mercati finanziari e che costituisce dunque un meccanismo di autofinanziamento per le imprese. A partire dai primi anni Novanta, una serie di provvedimenti normativi ha cercato di introdurre nel nostro sistema i fondi pensione, inizialmente come strumento aggiuntivo e poi alternativo all'esistenza del TFR. Il decreto legislativo 252/2005 ha dato un ulteriore impulso per far confluire il TFR a fondi pensione con una iniezione potenziale di risorse tale da contribuire credibilmente allo sviluppo della previdenza complementare. Se un ampio dibattito si è aperto sull'efficacia di questa riforma, sulle implicazioni per i lavoratori e sulla tipologia di fondi verso i quali potranno dirigersi i flussi futuri di TFR, per quanto riguarda gli effetti sulle imprese il confronto avviene ad un livello piuttosto generico nel tentativo di valutare se le misure compensative previste realizzino effettivamente una riforma in «assenza di oneri per le imprese». Questo lavoro si propone di dare un contributo nella valutazione quantitativa dei costi per le imprese associati alla riforma dovuti alla perdita di un'importante fonte di autofinanziamento e alla necessità di procurarsi un finanziamento alternativo ricorrendo eventualmente al capitale di credito. L'analisi empirica è condotta utilizzando un modello di microsimulazione per tutte le imprese italiane del settore privato non agricolo e non

Gli autori ringraziano i partecipanti alla XV Riunione Annuale della SIEP per gli utili suggerimenti su una versione precedente del lavoro già pubblicata tra gli Argomenti di Discussione del CERP (n. 7/05). Un ringraziamento particolare va al Dott. Filippo Oropallo (ISTAT) per la preziosa assistenza nella gestione dei microdati e nell'utilizzo del modello e agli anonimi referees per gli stimolanti suggerimenti.

finanziario. Il modello produce risultati interessanti e originali proprio per la possibilità di poter valutare l'onere per le imprese minori che ricorrono maggiormente all'autofinanziamento e fronteggiano costi maggiori per il ricorso al credito.

Il lavoro si articola come segue. Il paragrafo 2 presenta gli aspetti istituzionali del Trattamento di Fine Rapporto e gli aspetti principali della riforma. Il ruolo del TFR nelle scelte finanziarie di imprese è analizzato nel paragrafo 3. Il modello e i microdati, le simulazioni e i risultati sono presentati in dettaglio nel paragrafo 4. Il paragrafo 5 riassume le conclusioni dell'analisi. In estrema sintesi il lavoro mette in luce la potenziale problematicità della riduzione dell'autofinanziamento per le imprese minori ma evidenzia che le misure compensative previste sono in grado di compensare completamente i maggiori costi nel breve periodo. Considerando un arco temporale più esteso, le misure compensative riescono a contenere entro livelli accettabili i costi addizionali per le imprese nella misura in cui l'adesione dei lavoratori ai fondi pensione non risulti massiccia e il profilo dell'inflazione e dei tassi bancari si mantenga su livelli di forte stabilità, quali quelli registrati negli anni più recenti.

2. Il trattamento di Fine Rapporto: aspetti istituzionali

2.1. L'evoluzione storica e il metodo di calcolo del TFR

Il Trattamento di Fine Rapporto può essere definito come una forma di retribuzione differita che i datori di lavoro accantonano annualmente e che liquidano alla fine del rapporto di lavoro. È un istituto introdotto per gli impiegati già ai primi del secolo scorso¹, anche se la sua funzione originaria era certamente da associare al risarcimento o al premio per la fedeltà del lavoratore e non a una forma di retribuzione (la sua denominazione era infatti quella di *indennità di licenziamento*). L'estensione del campo di applicazione del TFR a tutti i lavoratori si consolida sin dal 1942, con la collocazione nel codice civile (dove prende il nome di *indennità di anzianità*), quando assume chiaramente la funzione di retribuzione differita con finalità previdenziale.

¹ Il Regio Decreto Legge 13 novembre 1924 n. 1825 (convertito con la legge 562/1926) ufficializzava una consuetudine nei rapporti di lavoro degli impiegati e prevedeva una indennità pari ad almeno la metà di una mensilità per ogni anno di lavoro, salvo il caso di licenziamento per giusta causa o dimissioni senza preavviso; dall'istituto erano esclusi gli operai che invece godevano di una forma di assicurazione contro la disoccupazione. Per ulteriori approfondimenti si veda D'Avossa (1984) o Santoro Passarelli (1984).

L'entità dell'indennità di anzianità era infatti rapportata all'ultima retribuzione (comprensiva dei punti di contingenza), agli anni di anzianità e alla qualifica, con coefficienti che variavano in relazione ai contratti collettivi². La fiammata inflazionistica di metà anni Settanta aveva reso però insostenibile l'adempimento per le imprese, tanto che un intervento del 1977 aveva escluso dal calcolo l'indennità di contingenza³. Anche in relazione a un referendum abrogativo del decreto del 1977 ormai avviato, l'istituto è stato completamente revisionato dalla legge 297/82 che ha modificato l'articolo 2120 del codice civile, e regola tuttora il funzionamento del TFR per tutti i lavoratori del settore privato⁴. L'attuale formulazione dell'articolo 2120 del codice civile prevede che, al termine di ciascun anno di lavoro, l'impresa accantoni un importo pari a circa una mensilità per ogni lavoratore, ovvero alla retribuzione annua⁵ divisa per 13,5 (pari al 7,41%).

È stato messo più volte in evidenza come il TFR costituisca un importante elemento dell'autofinanziamento di impresa, dato che si tratta di una retribuzione differita che compare annualmente come elemento di costo ed è dunque completamente deducibile sotto il profilo fiscale. Va però specificato che una piccola parte dell'accantonamento, pari allo 0,5%, viene effettivamente versata dalle imprese alle casse dell'INPS: l'autofinanziamento di impresa è dunque pari alla somma dell'accantonamento del 6,91% della

² Le norme sull'indennità di anzianità valgono tuttora, pro quota, per i rapporti di lavoro in essere al 1° giugno 1982. I contratti collettivi in vigore all'epoca stabilivano, per operai e equiparati, quante quote di mensilità, giornate od ore devono essere conteggiate per ogni anno (o frazione di anno) di anzianità. L'importo così calcolato (l'indennità di anzianità spettante alla data del 31 maggio 1982) è considerato come il primo accantonamento del TFR.

³ Si tratta dell'accordo interconfederale del gennaio 1977 che trova applicazione nel D.L. 1° febbraio 1977, n. 12 (convertito poi nella legge 31 marzo 1977, n. 91), che ha previsto l'esclusione dell'indennità di contingenza, maturata dal 1° febbraio 1977, dal calcolo dell'indennità di anzianità.

⁴ Per i lavoratori pubblici, in realtà, il trattamento è rimasto differenziato fino a tempi molto recenti: la denominazione era infatti *Indennità di Buonscisa* (Regolata dal DPR 29 Dicembre 1973, n. 1032), con differenze rispetto al comparto privato sia per il meccanismo di calcolo (un dodicesimo della retribuzione annuale) sia di natura, visto che l'accantonamento era virtuale ed era prevista un'aliquota a carico del dipendente. Gli interventi di riforma del sistema pensionistico di metà anni Novanta hanno gettato le basi per omogeneizzare la disciplina del settore pubblico a quella del settore privato, ma tale risultato non è ancora stato raggiunto.

⁵ Per retribuzione si intendono le somme corrisposte al lavoratore a titolo non occasionale, comprendendosi quindi l'equivalente delle prestazioni in natura. Durante i periodi di sospensione dal lavoro con trattamento di integrazione salariale, l'accantonamento del TFR si calcola sulla retribuzione che il lavoratore avrebbe percepito se avesse espletato regolarmente la prestazione di lavoro.

retribuzione annuale (rispetto al 7,41% dell'accantonamento totale) e della rivalutazione netta sullo stock maturato all'anno precedente. Va inoltre ricordato che l'articolo 2 della L. 297/82 prevede un'assicurazione obbligatoria del debito verso i lavoratori da parte delle imprese con una contribuzione attualmente pari, per la maggior parte dei lavoratori, allo 0,20% della retribuzione imponibile ma che la recente riforma ha parzialmente eliminato.

Dopo la parentesi degli anni Settanta, che di fronte alla fiammata inflazionistica aveva ridotto fortemente la copertura dalla perdita di potere d'acquisto, la normativa vigente contempla uno specifico meccanismo di rivalutazione per lo stock accumulato. In dettaglio, si prevede che lo stock di TFR – con esclusione della quota maturata nell'anno – debba essere incrementato, su base composta, al 31 dicembre di ogni anno, con l'applicazione di un tasso costituito dalla somma dell'1,5% (come remunerazione fissa) e dal 75% dell'aumento dell'indice dei prezzi⁶ rispetto al mese di dicembre dell'anno precedente.

Il carattere di retribuzione differita del TFR è sottolineato anche dalla possibilità per i lavoratori di richiedere anticipi sulle somme accumulate in casi specifici ed in particolare in relazione a spese sanitarie eccezionali, alla necessità di aspettativa per assistenza di figli malati, all'acquisto della prima casa per sé o per i figli, al congedo per formazione⁷.

Con riguardo al trattamento tributario, va sottolineato che anche per il TFR trova applicazione il principio del differimento di imposta (che deriva dalla logica della *tassazione sulla spesa*), in base al quale non c'è tassazione delle somme accantonate come risparmio «obbligatorio», dato che non costituiscono reddito disponibile, e il prelievo è rimandato al momento dell'erogazione del trattamento. Il D.Lgs. n. 47 del 2000, che è intervenuto con l'intento di armonizzare il trattamento delle varie forme di risparmio previdenziale, ha profondamente modificato anche la disciplina tributaria del TFR, introducendo un nuovo regime in coerenza con le modalità previste per la prestazione dei fondi pensione. A partire dal 2001 il trattamento della quota capitale e della rivalutazione risultano differenziati: la prima è assimilata al

⁶ Si tratta dell'indice Istat dei prezzi al consumo per famiglie di operai e impiegati (tabacchi esclusi).

⁷ La richiesta dell'anticipazione (comunque esclusa nel caso di crisi aziendale) è in ogni caso vincolata alla durata del rapporto di lavoro che deve essere superiore a 8 anni, al limite del 70% dello stock a cui si ha diritto al momento della richiesta e al fatto che le richieste annuali possono essere concesse solo al 10% degli aventi diritto e in ogni caso a non oltre il 4% degli occupati. Le possibilità di richiedere l'anticipazione sono state ampliate con la legge 53/2000.

reddito da lavoro dipendente e soggetta a tassazione separata⁸, mentre la quota di rivalutazione viene assimilata a un reddito da capitale e dunque assoggettata a un prelievo sostitutivo annuale dell'11%⁹. Per quanto l'armonizzazione operata dal D.Lgs. 47/2000 sia stata certamente importante in termini di efficienza, il nuovo prelievo annuale sulla rivalutazione dello stock maturato ha determinato anche una diminuzione dell'autofinanziamento delle imprese che devono versare annualmente all'erario le somme corrispondenti.

2.2. Il TFR e i fondi pensione

Se in seguito alla riforma del 1982 il TFR sembrava aver trovato un assetto stabile, già dalla metà degli anni Ottanta è ripreso il dibattito sulle ragioni dell'esistenza di un istituto che non trova corrispondenti negli altri paesi sviluppati e dunque sulle ipotesi per possibili scenari alternativi. A partire dal decreto 124/93, istitutivo dei fondi pensione, sono state numerose le ipotesi e i tentativi per utilizzare questa particolare forma di retribuzione differita come volano per il secondo pilastro previdenziale che, ancora a dieci anni dalla sua istituzione, stenta a decollare. Proprio la presenza del TFR, insieme alla fase di progressiva estensione dello stato sociale nel corso del secolo scorso, può infatti contribuire a spiegare il particolare ritardo con cui in Italia si sono diffusi i fondi pensione e con cui si è sentita la necessità di ulteriori pilastri rispetto alle prestazioni pubbliche. A partire dalla riforma Dini, peraltro, il cambiamento dei meccanismi di calcolo e le previsioni in termini di rapporto di sostituzione tra retribuzione e prestazione pensionistica hanno mutato profondamente il quadro e dunque diventa più stringente la necessità di individuare risorse integrative da affiancare alle prestazioni pubbliche.

L'articolo 8 del D.Lgs. 124/93 regola il conferimento del TFR a fondi pensione chiusi. In particolare, per i lavoratori assunti per la prima volta dopo la data di entrata in vigore del decreto legislativo, le fonti istitutive delle forme pensionistiche complementari su base contrattuale collettiva prevedono, nel caso di adesione volontaria, la integrale destinazione ai fondi pensione degli accantonamenti annuali al TFR, posteriori alla iscrizione dei lavoratori ai fondi, nonché di eventuali ulteriori quote di contributo a carico

⁸ Al momento dell'erogazione, peraltro, il trattamento liquidato viene «normalizzato» ai fini fiscali, data la natura di reddito a formazione pluriennale che verrebbe dunque penalizzato dall'applicazione dell'imposta progressiva.

⁹ Il prelievo dell'11% equivale a quello vigente sui rendimenti dei fondi pensione; tale quota non verrà dunque tassata al momento dell'erogazione del TFR. Tale prelievo, relativamente alla sola quota TFR, corrisponde ad un gettito di circa 380 milioni di euro nel 2005.

del datore di lavoro e del lavoratore¹⁰. Inoltre, il D.Lgs. 299/99 aveva previsto – per un periodo limitato – la possibilità di trasformare in titoli il TFR da assegnare ai fondi pensione, ma questa sperimentazione non ha avuto successo¹¹.

Senza voler entrare nel dettaglio delle diverse tipologie dei fondi pensione (fondi chiusi, aperti, preesistenti, lussemburghesi) e degli interventi che si sono succeduti a partire dal 1993, si può dire che i tassi di adesione sono, a distanza di un decennio, tutt'altro che soddisfacenti. La tabella 1 mostra come per il 2004 i lavoratori dipendenti iscritti fossero di poco superiori al milione, con un tasso di adesione medio stimato intorno al 14% dei potenziali interessati.

La tabella evidenzia come i contributi totali relativi ai lavoratori dipendenti superino i 3 miliardi di euro, ma la quota del TFR che effettivamente affluiva ai Fondi pensione nel 2004 ammontava a circa un miliardo e trecentomila euro, nettamente inferiore a un decimo del TFR maturato in quell'anno. In effetti, guardando alle aliquote effettive di smobilizzo del TFR, si vede come sia molto consistente, tra gli aderenti, la quota di lavoratori con una elevata anzianità contributiva che ha dunque la possibilità di destinare solo una parte del TFR maturando (con una quota fissata in larga parte dai contratti collettivi) ai fondi pensione. L'analisi dei dati COVIP consente infatti di stimare un'aliquota effettiva di devoluzione del TFR ai fondi pensione dei soggetti aderenti pari al 3,32% della retribuzione, cioè circa la metà dell'aliquota massima del 6,91%¹².

¹⁰ Al contrario, per i lavoratori assunti prima dell'entrata in vigore della legge, la destinazione del TFR alla previdenza complementare può non essere integrale.

¹¹ In dettaglio si è prevista la trasformazione del debito per TFR in titoli emessi dal debitore, di gradimento del creditore, da assegnare al fondo pensione costituito dagli stessi soggetti, in base ad uno specifico e preventivo accordo in tal senso. In tal modo è stata prospettata una sorta di «cartolarizzazione» del TFR che in astratto poteva favorire la crescita dei fondi pensione e contribuire allo sviluppo dei mercati finanziari mediante l'offerta di nuovi strumenti. Con tale operazione – eseguibile previo l'accordo fra le fonti istitutive del Fondo pensione –, la minore liquidità per l'impresa, derivante dal mancato accantonamento del TFR, veniva recuperata tramite l'emissione di strumenti finanziari da parte della stessa. Tale facoltà è tuttavia stata limitata al 1999 e ai tre anni solari successivi (Camera dei Deputati, 2004).

¹² Oltre allo smobilizzo del TFR, i contratti collettivi possono prevedere contribuzioni aggiuntive ai fondi pensione a carico dei lavoratori e dei datori di lavoro. Ad esempio, nell'anno 2004 il contributo medio per i lavoratori dipendenti assunti dopo il 1993 è stato del 9,35% (pari alla somma dell'intero TFR che è possibile smobilizzare, 6,91% della retribuzione, e delle contribuzioni aggiuntive del 2,44%); per i lavoratori assunti prima del 1993 l'aliquota media totale del 2004 era del 4,99% pari al 2,55% di smobilizzo TFR e 2,43% di contribuzioni aggiuntive. Si veda su questo punto COVIP (2004), p. 134.

TAB. 1. *I Fondi pensione autorizzati all'esercizio (contributi in milioni di euro)*

	1998	2000	2002	2004
Fondi Negoziali				
Numero fondi	4	23	36	41
Iscritti	384.389	783.094	1.021.186	1.062.907
<i>Dipendenti</i>	384.389	767.969	1.005.808	1.049.624
<i>Autonomi</i>		15.125	16.874	13.283
Contributi totali	159	632	1.227	1.453
<i>Contributi lavoratori Dipendenti (*)</i>	159	628	1.219	1.445
Tasso di adesione (**)				14,5%
Fondi Aperti				
Numero fondi	46	85	91	90
Iscritti	14.619	223.032	337.600	382.149
<i>Dipendenti</i>	1.959	22.080	49.650	58.178
<i>Autonomi</i>	12.660	200.952	287.950	323.971
Contributi totali	17	245	420	452
<i>Contributi lavoratori Dipendenti (*)</i>	3	49	131	149
Fondi Preesistenti (***)				
Numero fondi		417	554	494
Iscritti		591.555	613.685	658.078
Contributi totali		1.788	1.991	2.166
Totale TFR versato ai fondi pensione	82	628	1.101	1.339

Note:

(*) Include la quota di TFR che affluisce ai fondi

(**) Rapporto tra iscritti e bacino potenziale, Fonte COVIP

(***) Dati relativi ai soli fondi sotto la vigilanza COVIP.

Fonte: Elaborazioni su dati COVIP.

Come possono essere individuati, sia pure in modo molto generale, i motivi del mancato sviluppo? Per quanto concerne i lavoratori, il motivo principale può essere ravvisato nella incertezza del rendimento e in una generale diffidenza (se si esclude la breve parentesi di boom di borsa) verso i mercati finanziari. I Fondi pensione sono infatti, in via generale¹³, istituzioni a contribuzione definita che non prevedono alcuna forma di rendimento minimo garantito e non consentono l'intera liquidazione nella forma capitale. Inoltre è al momento diverso il grado di garanzia offerto dai due strumenti in caso di fallimento dell'ente erogatore, ovvero l'impresa o il fondo pensione: per il TFR, che costituisce un credito privilegiato nei confronti di eventuali altri creditori dell'impresa, esiste un apposito Fondo di Garanzia presso l'INPS, mentre per il fallimento del Fondo pensione, invero improbabile nel caso di istituzioni a contribuzione definita, la normativa è quella ordinaria. In so-

¹³ Il decreto 252/2005 prevede che i nuovi fondi rivolti a lavoratori dipendenti possano essere istituiti solo a contribuzione definita, mentre per i lavoratori autonomi è possibile prevedere la prestazione definita. Alcuni fondi pensioni già in essere nel 1993 e rivolti ai lavoratori dipendenti sono a prestazione definita.

stanza, come messo in evidenza dalla letteratura teorica, la scelta dei lavoratori è fortemente influenzata dalla propensione al rischio e dalle aspettative sull'andamento delle variabili macroeconomiche.

Per le imprese si tratta invece di confrontare fonti di finanziamento alternative, con il TFR che è caratterizzato da un maggior grado di certezza relativamente alla scadenza del debito e ai costi ed ha un differenziale di costo particolarmente conveniente nei periodi di elevata inflazione. Certamente il TFR non può essere considerato un vero sostituto delle tradizionali fonti di finanziamento visto che non è pensabile ipotizzare che l'impresa possa aumentare o aggiustare la sua domanda di lavoro in relazione alle necessità di autofinanziamento. Si può comunque considerare che un eventuale trasferimento totale del TFR ai fondi pensione porterebbe ad un aumento dell'esborso immediato collegato all'occupazione dipendente e dunque spingerebbe verso forme contrattuali più flessibili.

Di fronte ad un processo di sviluppo assolutamente al di sotto delle previsioni iniziali, anche lo strumento tributario è stato in più occasioni utilizzato per eliminare ogni residua convenienza fiscale per il TFR o per cercare di promuovere in via diretta il suo «smobilizzo»: il D.Lgs. 47/2000, oltre ad aver introdotto la già citata tassazione del rendimento del TFR, ha ad esempio previsto una deducibilità del 3% delle quote di accantonamento fatte confluire ai fondi pensione¹⁴. In effetti, anche a causa dei numerosi interventi normativi, il confronto tra il trattamento fiscale delle due modalità di risparmio previdenziale è molto complesso ma risulta in alcuni casi ancora favorevole al TFR¹⁵.

Queste considerazioni possono contribuire a spiegare il basso tasso di adesione rilevato fino al 2004 e la forte diffidenza che sembra caratterizzare i lavoratori e che dunque porta ad ipotizzare un atteggiamento molto conservativo anche per il prossimo futuro, nonostante il recente intervento di riforma. In particolare, una recente serie di rilevazioni dell'ISAE¹⁶ sulle preferenze dei lavoratori nei confronti della previdenza integrativa ha evidenziato che la maggioranza dei potenziali aderenti risulta ancora intenzionata

¹⁴ Più in dettaglio, con il D.Lgs. 47/2000 è stato abrogato il comma 6 dell'art. 13 del D.Lgs. 124/93 ed è stato integrato l'art. 70 del DPR 917/86 con l'inserimento del comma 2-*bis* recante la possibilità di dedurre dal reddito di impresa un importo non superiore al 3% delle quote di accantonamento annuale del TFR destinate a forme pensionistiche complementari, se accantonato in una speciale Riserva, designata con riferimento al decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, che concorre a formare il reddito nell'esercizio e nella misura in cui sia utilizzata per scopi diversi dalla copertura di perdite dell'esercizio o del passaggio a capitale.

¹⁵ Si veda su questo punto ISAE (2005) e Giannini e Guerra (2005).

¹⁶ ISAE (2005).

a lasciare il TFR presso l'azienda: nell'ultima rilevazione di autunno 2005 il 53% degli intervistati (che diventano l'80% di quelli che hanno espresso effettivamente un parere) ha dichiarato di voler esprimere volontà contraria al trasferimento del TFR a fondi pensione.

2.3. *L'evoluzione recente della normativa*

Dopo un iter piuttosto sofferto, è stato recentemente promulgato il decreto legislativo 252/2005, attuativo della c.d. delega previdenziale¹⁷ e che conferma le misure già introdotte con il decreto legge 203/2005. Il provvedimento, oltre a contenere misure finalizzate alla stabilizzazione della spesa pensionistica, interviene in modo incisivo sulla destinazione del TFR in vista del potenziamento della previdenza complementare, con l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli che hanno determinato una così scarsa adesione ai fondi pensione.

Tra gli elementi caratterizzanti della nuova disciplina, che avrà effetto solo a partire dal 1° gennaio 2008, va sottolineata l'integrale destinazione a Fondo pensione delle future quote di TFR, salvo diversa volontà espressa dal lavoratore. Si tratta dunque di un meccanismo di *silenzio assenso* laddove l'eventuale manifestazione di volontà contraria deve essere esercitata entro il termine di sei mesi dalla data di entrata in vigore del decreto o di nuova assunzione. L'obbligo di destinazione integrale del TFR non vale tuttavia per i lavoratori già assunti alla data di entrata in vigore del D.Lgs. 124/93. Il lavoratore ha anche la facoltà di scegliere la particolare tipologia di fondo a cui far affluire il TFR e nella norma è prevista la necessità di informare adeguatamente il lavoratore una volta uniformate le condizioni di trasparenza tra le forme della previdenza complementare e rimossi gli ostacoli alla libera circolazione del lavoratore tra fondi¹⁸.

¹⁷ Si tratta della legge 243/2004.

¹⁸ Nel caso il lavoratore non scelga una forma specifica di previdenza complementare è previsto che le risorse possano essere destinate a fondi istituiti o promossi dalle regioni, a fondi pensione chiusi previsti dalla contrattazione collettiva, ai Fondi pensione aperti o ai fondi istituiti da regolamenti di enti o aziende, i cui rapporti di lavoro non siano disciplinati da contratti o accordi collettivi. Infine è previsto che possano essere costituiti specifici fondi presso gli enti di previdenza obbligatoria dove far affluire quote che non hanno trovato altra destinazione, ma non è chiaro se queste possibilità «residuali» possano essere scelte in via diretta dai lavoratori. Un emendamento alla legge delega, ritirato prima dell'approvazione, prevedeva il trasferimento del TFR non optato alle casse dell'INPS che avrebbe dovuto poi occuparsi di garantire ai lavoratori il rendimento previsto dalla legge usufruendo dell'eventuale differenziale nei rendimenti. È ovvio che un provvedimento di questo tipo avrebbe avuto costi

In attuazione del principio stabilito nella delega secondo cui il conferimento dovrebbe avvenire senza oneri per le imprese, sono state previste quattro tipologie di compensazioni per i costi che le imprese sosterranno in relazione alla devoluzione del TFR ai Fondi pensione ¹⁹:

- a) creazione di un Fondo di Garanzia per favorire l'accesso al credito;
- b) abolizione del Fondo di Garanzia di fine rapporto in relazione all'aliquota dello 0,15% e in proporzione al TFR smobilizzato;
- c) aumento della quota di accantonamento in sospensione di imposta dal 3% al 4% del TFR che affluisce a Fondo pensione; tale percentuale aumenta al 6% per le imprese con meno di 50 addetti;
- d) progressiva diminuzione delle aliquote contributive fino ad un massimo di 0,28%.

Il *Fondo di Garanzia per l'agevolazione al credito* delle imprese che conferiscono il TFR ai fondi pensione, operativo per il periodo 2008-2013, è stato alimentato con una dotazione complessiva di 2,37 miliardi di euro ed è regolato nei suoi aspetti applicativi da un accordo siglato tra Ministero del Lavoro e Associazione Bancaria Italiana ²⁰. In seguito a tale accordo le banche aderenti dovranno concedere un credito, pari al TFR in uscita, con un tasso massimo concordato ²¹, attraverso la delega alla banca a versare al fondo pensione il TFR maturando; il finanziamento può essere concesso a patto che non costituisca una quota elevata degli impieghi dell'istituto di credito e l'impresa richiedente soddisfi dei criteri generali di solidità. Oltre all'assenza di elementi di sofferenza di crediti pregressi, la solidità delle imprese – e la

certi per le imprese e per la gestione di un nuovo servizio per l'INPS a fronte di un miglioramento dei saldi di cassa di finanza pubblica di natura transitoria. Si veda a questo proposito anche Boeri e Faini (2004).

¹⁹ Nelle versioni iniziali della delega era prevista una particolare forma di compensazione per il costo del lavoro corrispondente alla possibilità di diminuire la contribuzione ai fini pensionistici per i neo assunti. Tale decontribuzione costituiva di fatto una contropartita certa per le imprese ma avrebbe innescato problemi di sostenibilità della spesa pensionistica nel lungo periodo, oppure una riduzione delle prestazioni future per i lavoratori. Per una valutazione che individua l'entità dell'aliquota di indifferenza e i costi per la finanza pubblica si veda Forni (2003), dove peraltro il calcolo dei costi per le imprese non tiene conto della eterogeneità del nostro sistema produttivo e della possibile difficoltà al reperimento di risorse aggiuntive per le imprese minori.

²⁰ Il Fondo è stato istituito dall'articolo 8 del decreto legge 203/2005, confermato dall'articolo 10 del decreto legislativo 252/2005 e modificato dall'art. 1, comma 269 della L. 266/2005 del 29/12/2005. L'accordo tra Ministero del Lavoro, del Tesoro e ABI è stato invece siglato il 4 ottobre 2005.

²¹ Il tasso massimo è indicato nel tasso euribor a 6 mesi o nel tasso IRS (Interest rate swap) aumentato al massimo di 200 punti base.

connessa ammissibilità al finanziamento – viene valutata con specifici criteri economico-finanziari:

- le imprese in *contabilità ordinaria* devono avere un rapporto tra patrimonio netto e totale del passivo superiore al 5% (con riferimento all'ultimo esercizio) e un rapporto tra oneri finanziari e fatturato inferiore al 5% (con riferimento agli ultimi due esercizi);

- le imprese in *contabilità semplificata* devono aver chiuso in pareggio o utile i due esercizi precedenti alla presentazione della domanda.

Tale forma compensativa vuole rispondere dunque sia a eventuali problemi di razionamento sia a problemi di eccessiva onerosità del credito quali si potrebbero presentare in seguito ad una impennata della domanda di fondi da parte delle imprese. Va peraltro sottolineato che il fondo ha al momento durata limitata a sei anni e opera fino ad esaurimento dei fondi stanziati, di cui nei prossimi paragrafi si valuterà la congruità.

L'esonero dalla *contribuzione al Fondo di Garanzia per il TFR*, a cui le imprese contribuiscono in misura dello 0,2% delle retribuzioni dei dipendenti che hanno diritto al TFR, inizierà dal 2008 in proporzione alla percentuale di TFR maturando conferito ai Fondi pensione e con riferimento ad un'aliquota dello 0,15%. Si tratta di una forma di risparmio certa ma di entità piuttosto limitata.

L'aumento della *riserva in sospensione di imposta* costituisce una misura compensativa di entità relativamente contenuta, ma comunque più generosa per le imprese minori, che tuttavia potrebbe non essere completamente usufruibile in caso di incapienza del reddito di impresa.

La *riduzione contributiva* relativa ai cosiddetti oneri impropri²² costituisce un risparmio certo, di entità crescente nel tempo (l'esonero è dello 0,19% nel 2008 e va incrementato progressivamente fino a raggiungere lo 0,28% nel 2014) e in relazione alla effettiva quota di stabilizzo del TFR.

²² L'articolo 8 del decreto 203/2005 che ha introdotto la decontribuzione specifica che l'esonero si applica prioritariamente ai contributi per assegni familiari, per maternità e per disoccupazione e opera anche in caso di incapienza dei contributi specificati come prioritari. La Legge Finanziaria per il 2006 (L. 266/2005 del 29/12/2005) ha introdotto dal 1° gennaio 2006 un esonero dal versamento degli stessi contributi dovuti dai datori di lavoro nella misura massima di un punto percentuale. Si tratta di una riduzione che riguarda tutte le imprese e che non è correlata allo smobilizzo del TFR ma è mirata a ridurre il costo del lavoro in tutti i settori dell'economia. In forza di ciò, la riduzione contributiva prevista dal D.Lgs. 203/2005 quale misura compensativa della riforma per la previdenza integrativa viene fatta slittare dal 2006 al 2008 (L. 266/2005).

3. Le scelte finanziarie di impresa e il ruolo del TFR

La teoria della finanza di impresa si è sviluppata in modo molto intenso a partire dalla fine degli anni Cinquanta, dopo cioè che il *benchmark* del teorema di irrilevanza della struttura finanziaria ha iniziato a essere smontato rimuovendo le stringenti ipotesi di base²³. Il teorema di Modigliani-Miller dimostra infatti che in un assetto di mercato «ideale» la struttura finanziaria è irrilevante per il valore di impresa e la ripartizione tra capitale proprio e debito caratterizza solamente le diverse modalità di remunerazione: fisse per i creditori, residuali per gli azionisti.

Se si abbandonano le ipotesi estreme del teorema di Modigliani-Miller, per contro, le istituzioni e le caratteristiche delle imprese diventano invece molto rilevanti: la presenza di un sistema di tassazione che consente la deducibilità dei soli interessi passivi, insieme a mercati finanziari poco sviluppati, costituiscono elementi istituzionali che hanno spinto in Italia per un uso molto intenso del capitale di debito rispetto al capitale di rischio. Ma anche le caratteristiche specifiche delle imprese e degli *stakeholders* hanno un ruolo centrale. Le teorie sviluppatesi dopo la formalizzazione delle asimmetrie informative hanno messo in evidenza che proprio particolari strutture finanziarie possono limitare i problemi connessi all'asimmetria di informazione tra proprietà e gestione (come ad esempio nella schematizzazione del *free cash flow*), condizionando quindi il valore dell'impresa. Parallelamente, le difficoltà per i potenziali soggetti finanziatori di cogliere il vero valore dell'impresa (o la rischiosità dei suoi progetti di investimento) potrebbero determinare una inefficienza nell'erogazione dei fondi che può portare ai noti fenomeni di razionamento.

Con l'applicazione alla finanza di impresa dell'impostazione teorica dell'incompletezza contrattuale (dunque in eventuale aggiunta a problemi di asimmetria informazione) e dei *property rights*, le modalità di raccolta dei fondi dipendono dalla distribuzione dei diritti residuali sull'attività oggetto della spesa: il contratto di debito è visto come un accordo in base al quale il debitore diventa proprietario dei beni acquistati e garantisce un flusso costante (e indipendente dai rendimenti del progetto) di pagamenti, sapendo che se contravviene agli accordi dovrà cedere al creditore – attraverso la procedura di fallimento – i diritti residuali sui beni.

²³ La letteratura sulle scelte finanziarie di impresa successiva al teorema di Modigliani-Miller è molto estesa e non è possibile darne conto in questa sede. Per una rassegna che colleghi aspetti tributari e teorie delle scelte finanziarie si veda Graham (2003).

L'intensa produzione della letteratura economica internazionale, brevemente delineata, si rivolge però principalmente alle imprese di grandi dimensioni, occupandosi solo saltuariamente della varietà effettiva dei modelli di organizzazione di impresa. Le imprese minori, in particolare, hanno ricevuto attenzione solo in quanto riconosciute come imprese in fase di avvio nell'ambito di una generale teoria del ciclo finanziario di impresa. Nella *fase di avvio* i vincoli finanziari sono stringenti a causa delle forti asimmetrie informative: la capacità di raccolta dei fondi esterni è limitata e l'*autofinanziamento* (nella forma di capitale iniziale di dotazione e di flussi di cassa generati dalla gestione) dovrebbe quindi coprire la quasi totalità del finanziamento (Berger e Udell, 1998). Nelle successive fasi di crescita e maturazione, invece, l'apporto di fondi esterni, proprio con la costruzione di una reputazione che supera le asimmetrie informative e di beni patrimoniali a garanzia, dovrebbe divenire decisiva.

Questo tipo di schematizzazione non risulta però convincente né per il contesto anglosassone²⁴, né tantomeno per quello italiano, dove le imprese minori costituiscono la parte preponderante del sistema produttivo e la piccola dimensione non può essere considerata una fase transitoria di sviluppo. Le analisi empiriche sul contesto italiano mettono in evidenza alcuni punti specifici:

- Le imprese italiane, e a maggior ragione quelle minori, considerano l'autofinanziamento la principale fonte di copertura dei fabbisogni finanziari per investimento. Questo elemento emerge con chiarezza sia dalle analisi econometriche, sia da rilevazioni campionarie specifiche²⁵.

- Per tutte le imprese si registra una netta preferenza per il debito rispetto a quanto rilevato negli altri paesi che può essere spiegata sia con le

²⁴ Berger e Udell (1998), con stime su un campione di imprese statunitensi analizzato per età e per dimensione, mostrano che l'indebitamento tende a ridursi al crescere dell'età dell'impresa stessa: le imprese tendono a privilegiare il finanziamento con debito proprio nella fase in cui le asimmetrie sono più forti.

²⁵ A questo proposito può essere presa a riferimento l'indagine Capitalia per il periodo 1998-2000 dove si evidenzia che il 64% delle imprese intervistate ha dichiarato di aver utilizzato l'autofinanziamento per finanziare gli investimenti, mentre le risposte affermative per *leasing*, debito e apporto di capitale di rischio sono rispettivamente del 39%, del 20% e dell'11,8%. Per le imprese che hanno dichiarato di utilizzare l'autofinanziamento, questa fonte costituisce in media il 65% del fabbisogno (valore mediano 70%). A risultati analoghi si perviene analizzando i risultati dell'indagine ANBP-ISAIE del 2004 (cfr. a questo proposito Di Majo, Pazienza e Triberti, 2005). È importante sottolineare che dall'analisi di entrambe le indagini si tende a circoscrivere l'effettivo razionamento del credito, dato che una quota inferiore al 20% delle imprese lamenta una disponibilità di credito insufficiente, al tasso corrente di mercato, e/o manifesta una eventuale disponibilità a pagare un tasso maggiore di quello corrente per avere maggiore credito.

caratteristiche del sistema fiscale sia con il particolare assetto di *governance* delle imprese. Le imprese minori hanno visto aumentare nel corso degli ultimi venti anni la loro dipendenza dal debito finanziario, mentre le imprese maggiori hanno spinto verso una maggiore diversificazione a partire dalla fine degli anni Ottanta. A questo elevato livello del *leverage* non può però essere associato un rapporto molto stretto con il sistema bancario, al contrario di quanto non avvenga ad esempio in Germania: l'estrema diffusione del multi affidamento e la prevalenza di indebitamento a breve termine delineano un sistema in cui né le banche né le imprese vogliono sentirsi legate da relazioni specifiche ²⁶.

– Le imprese minori italiane evidenziano una avversione per l'allargamento della compagine azionaria che va oltre le difficoltà ricollegabili allo scarso sviluppo dei mercati finanziari e la maggiore onerosità (o scarsità di fondi) implicita nei problemi di asimmetria informativa. L'ingresso di nuovo capitale di rischio, che possa costituire una qualche limitazione delle scelte imprenditoriali, è dunque relegato a un ruolo marginale, sia esso di natura istituzionale (come ad esempio i fondi chiusi) sia esso di interesse individuale.

– Tutti questi elementi empirici portano a configurare il modello di *pecking order theory* ²⁷ come uno dei più indicati per schematizzare le scelte finanziarie delle nostre imprese ²⁸.

La struttura finanziaria delle imprese italiane è dunque un mix di elevato indebitamento (comunque favorito dal sistema fiscale) ²⁹ e autofinanziamento

²⁶ Secondo le valutazioni del *Centro Studi Confindustria* (www.confindustria.it), il livello del *leverage* in Italia è persistentemente più elevato rispetto a quello dei principali partner commerciali (in particolare Francia, Germania, Regno Unito, Spagna e Stati Uniti) e, per quanto riguarda le imprese minori, in aumento anche negli anni più recenti.

²⁷ Secondo questo modello, i problemi informativi determinano una vera e propria gerarchia tra le fonti di finanziamento ai fini dell'investimento. La gerarchia prevede che le fonti interne siano sempre preferite a quelle esterne e, nell'ambito di queste, il debito sia preferito all'emissione di nuove azioni; in considerazione di queste preferenze le imprese dovrebbero aumentare la finanza interna innanzi tutto trattenendo gli utili, arrivando così a modificare il *pay-out* normale. Si veda a questo proposito Myers e Majluf (1984).

²⁸ Si veda a questo proposito il modello costruito da Bontempi, Giannini e Golinelli (2003).

²⁹ Alla luce delle stime sull'economia «sommersa», è tuttavia necessario porre una certa cautela nella lettura dei livelli osservati di *leverage*. Se infatti si può ritenere sostanzialmente attendibile il dato rilevabile dai bilanci sull'indebitamento delle società, il complesso del capitale netto risente certamente dell'evasione degli imponibili. Di conseguenza, il grado di *leverage* calcolato potrebbe risultare sopravvalutato rispetto a quello effettivo. Naturalmente la distorsione dei livelli di *leverage* non si ripercuote necessariamente sulle sue *variazioni* (a meno di modifiche del peso dell'evasione).

che risponde all'obiettivo di elastica copertura dei fabbisogni finanziari (la quota di finanziamenti a breve termine è in media superiore al 70%); è proprio l'indipendenza della proprietà e del controllo dell'impresa che nelle indagini dirette tende a essere ricollegata al ruolo centrale dell'autofinanziamento nelle decisioni di investimento.

In questo quadro si può ben comprendere come il TFR giochi un ruolo importante, dato il suo duplice aspetto di debito nei confronti dei dipendenti (un debito a basso costo nei periodi di elevata inflazione) e di componente dell'autofinanziamento (relativamente all'accantonamento annuale). È anche importante sottolineare che si tratta di una componente peculiare, dato che non è modificabile al margine ed è un beneficio «derivato» che non può essere modificato direttamente dall'impresa (non si può certo ipotizzare che l'entità delle retribuzioni e dell'occupazione vengano variate per modificare l'autofinanziamento, come nel caso della decisione di distribuzione degli utili).

4. *La stima dei costi per le imprese*

4.1. *Il modello di microsimulazione e le caratteristiche dei microdati*

I microdati utilizzati in questo lavoro sono tratti dal dataset EISIS (*Enterprises Integrated and Systematized Information Systems*) costruito presso l'ISTAT integrando varie fonti nell'ambito del progetto DIECOFIS³⁰. Tali microdati sono stati integrati in un'unica banca dati con una metodologia originale che usa come fulcro il registro delle imprese costruito presso l'ISTAT a partire dal 1995, cioè l'Archivio Statistico delle Imprese Attive (ASIA)³¹.

EISIS contiene i microdati dell'universo delle imprese con più di 99 addetti e di un campione casuale stratificato delle imprese con meno di 100

³⁰ Il progetto DIECOFIS (*Development of a system of Indicators on Economic Competitiveness and FIScal impact on enterprises performance*) è stato finanziato dalla Commissione Europea nell'ambito del V Programma Quadro. Le indagini SCI (Sistema dei Conti delle Imprese) e PMI (Rilevazione sulle piccole medie imprese e sull'esercizio di arti e professioni) sono le fonti statistiche principali alle quali si aggiungono i dati provenienti da altre indagini campionarie (indagine PRODCOM) e altri dati di fonte amministrativa. In particolare sono stati considerati i bilanci civilistici per tutte le società di capitale, le cooperative e i consorzi raccolti presso le Camere di commercio e i dati fiscali provenienti dalle dichiarazioni dei redditi per queste stesse forme giuridiche.

³¹ La procedura statistica di integrazione dei microdati economici e amministrativi è sinteticamente descritta da Inglese e Oropallo (2004). Per ulteriori dettagli sulle caratteristiche dei microdati EISIS si veda Bardazzi, Parisi e Pazienza (2004).

TAB. 2. *Popolazione e frequenze campionarie delle imprese in EISIS: distribuzione per classi di addetti (1998)*

Classi di addetti	Universo	Frequenze campionarie
Fino a 9	3.673.126	31.724
10-19	123.009	6.563
20-49	50.825	6.085
50-99	11.610	2.526
<i>Totale 0-99</i>	<i>3.858.570</i>	<i>46.898</i>
100-199	5.092	5.092
200-249	912	912
250-499	1.573	1.573
500-1000	603	603
Oltre 1000	372	372
<i>Totale</i>	<i>3.867.122</i>	<i>55.450</i>

Fonte: Dataset EISIS.

addetti (comprese quelle senza dipendenti)³². La copertura campionaria del dataset EISIS può essere riassunta nella tabella 2 che riporta il numero delle imprese dell'universo e le frequenze campionarie (per le imprese con oltre 100 addetti i due valori ovviamente coincidono, dato che la rilevazione è censuaria).

Le variabili contenute nel dataset fanno riferimento al conto economico delle imprese, all'occupazione, al costo per il personale, alle immobilizzazioni e alla situazione patrimoniale, seppure con alcune differenze tra le grandi imprese e le PMI dovute al disegno delle indagini; l'ambito settoriale di copertura è costituito dal settore privato non agricolo e non finanziario³³. È interessante sottolineare che tutte le principali forme giuridiche tipiche delle imprese private sono rappresentate nel dataset e dunque sono rilevate informazioni statistiche anche per le imprese non societarie che non hanno l'obbligo di presentare i loro bilanci alle Camere di commercio e per le quali pertanto scarseggiano dati a livello microeconomico. La tabella 3 fornisce una distribuzione settoriale e dimensionale del campione utilizzato, da cui emerge il rilevante ruolo delle cosiddette micro imprese (meno di 9 addetti) che costituiscono il 95% del dataset pesato.

³² In particolare per il 1998 il grado di copertura dell'indagine PMI è stato in media dell'1,2%, con 47.779 imprese rispondenti rispetto ad un universo di 3.961.729 imprese.

³³ Le imprese incluse nel dataset appartengono ai seguenti settori di attività (classificazione NACE): Estrazione di minerali (C); Attività manifatturiere (D); Produzione e distribuzione di energia elettrica, gas e acqua (E); Costruzioni (F); Commercio (G); Alberghi e ristoranti (H); Trasporti e comunicazioni (I); Altri servizi (K); Istruzione (M); Sanità (N) e altri servizi sociali (O esclusa la divisione 91). I settori esclusi sono pertanto quelli di «Agricoltura, caccia e silvicoltura» (settore A), «Pesca, piscicoltura e servizi connessi» (settore B), il settore finanziario (settore J) e il settore pubblico (settori L, O91, P e Q).

TAB. 3. *Distribuzione delle imprese in EISIS per classe di addetti e settori di attività economica (1998)*

Attività economica	Classe di addetti			Totale
	Da 0 a 9	Da 10 a 249	Oltre 250	
Estrazione di minerali	73,40	26,50	0,09	100
Attività manifatturiere	83,10	16,64	0,26	100
Produzione e distribuzione di energia elettrica, gas e acqua	74,13	23,34	2,53	100
Costruzioni	95,47	4,52	0,01	100
Commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli, motocicli e di beni personali e per la casa	97,62	2,37	0,01	100
Alberghi e Ristoranti	95,85	4,12	0,03	100
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	94,24	5,60	0,15	100
Attività immobiliari, noleggio, informatica, ricerca, altre attività professionali ed imprenditoriali	97,63	2,33	0,04	100
Istruzione	91,97	8,04	0,00	100
Sanità e altri servizi sociali	98,24	1,73	0,04	100
Altri servizi pubblici, sociali e personali	98,01	1,96	0,03	100
Totali	94,98	4,94	0,07	100

Fonte: Dataset EISIS.

Il modello di microsimulazione DIECOFIS riproduce la legislazione tributaria gravante sulle imprese per quanto riguarda gli oneri sociali sul lavoro dipendente, l'imposta sulle società, l'IRAP e le accise sui prodotti energetici³⁴. La versione del modello qui presentata è di tipo statico e si utilizzano i microdati riferiti ad un solo anno, il 1998, dato che le variabili necessarie per la stima del TFR delle imprese minori sono disponibili solo per quella indagine³⁵. Tuttavia, in considerazione della particolare natura del problema qui analizzato – la valutazione degli effetti di una riforma del TFR che implica, per sua natura, un processo di accumulazione nel tempo – il modello

³⁴ Tale modello è frutto di un lavoro congiunto. Le due autrici del presente lavoro si sono occupate della costruzione dei moduli relativi ai contributi sociali, all'IRAP e alle accise sui prodotti energetici utilizzati dal settore manifatturiero. A Valentino Parisi va il merito di aver costruito il modulo dell'imposta sulle società di capitale. I vari moduli fiscali sono collegati tra loro e concorrono alla determinazione del carico fiscale complessivo gravante sulle imprese dei settori considerati.

³⁵ Considerando l'evoluzione del disegno delle indagini SCI e PMI dal 1998 ad oggi, si rileva un relativo «impoverimento» nella disponibilità di alcune informazioni – in particolare quelle relative al conto patrimoniale – che negli anni più recenti non vengono più rilevate nei questionari delle indagini. Ciò è di particolare rilievo soprattutto per le PMI laddove, come già accennato, vengono a mancare fonti statistiche alternative alle indagini ISTAT.

ha assunto un profilo dinamico grazie alla generazione di serie storiche in relazione a specifici scenari di simulazione e all'utilizzo di dati di varia fonte ³⁶.

La variabile chiave per il calcolo delle quote annuali di accantonamento – sia quella inclusa nel fondo di Trattamento di Fine Rapporto che quella prelevata dall'INPS – è il monte retributivo di ciascuna impresa. Altre informazioni rilevanti sono ovviamente lo stock di TFR alla fine dell'anno precedente, l'ammontare di TFR liquidato nel corso dell'anno per la cessazione del rapporto di lavoro e gli eventuali anticipi sul TFR richiesti dai lavoratori. I microdati EISIS per il 1998 contengono informazioni a livello di impresa relative alle quote annuali accantonate e allo stock di TFR. Tutte le variabili di stima del costo del lavoro (retribuzione e oneri sociali) per figura professionale a livello di impresa si riferiscono al modulo specifico del modello DIECOFIS che simula manovre contributive e le eventuali relazioni con le imposte dirette. Per quanto riguarda le indennità pagate dall'impresa al lavoratore, queste sono rilevate in un'unica variabile che comprende le indennità di quiescenza, liquidazione e licenziamento.

4.2. La distribuzione dello stock di TFR e le fonti di finanziamento

Nonostante il TFR sia stato al centro di numerosi interventi di riforma e di un vivace dibattito su sue possibili destinazioni alternative, sorprende come siano assolutamente carenti stime approfondite della sua entità complessiva e del suo ruolo nell'autofinanziamento di impresa ³⁷. L'utilizzo del modello DIECOFIS consente una stima molto accurata dell'entità dello stock, dell'accantonamento annuale ³⁸ e del ruolo del TFR per le imprese, elementi che costituiranno, insieme all'analisi dell'articolazione della struttura finanziaria delle imprese, la base per la valutazione degli effetti dello smobilizzo illustrati nei paragrafi successivi.

La tabella 4 presenta la stima dello stock di TFR detenuto dalle imprese non agricole e non finanziarie, pari a poco più di 72 miliardi di euro. Tale valore risulta coerente con quello desumibile dai conti finanziari delle imprese non finanziarie della Banca d'Italia che per il 1998 è pari a circa 85 miliardi,

³⁶ Non sono inoltre specificate risposte comportamentali da parte delle imprese rispetto a variazioni delle politiche o a shock esogeni. Sono stimati pertanto soltanto gli effetti di primo impatto delle modifiche introdotte dalle simulazioni.

³⁷ Si vedano, a questo proposito, Castellino e Fornero (2000) e Solari (2004).

³⁸ Come già anticipato, per questa simulazione la base dati è il 1998, ultimo anno per il quale sono disponibili dettagli delle variabili del TFR per le imprese con meno di 100 addetti.

TAB. 4. *Trattamenti di Fine Rapporto per dimensione di impresa (1998, settore non agricolo e non finanziario)*

Classi di addetti	Imprese	Dipendenti	Stock (milioni di euro)	%	Accantonamento (milioni di euro)	TFR/ Dipendente	TFR/Monte Retributivo (%)
Fino a 9	975.772	2.090.561	11.919	17	2.141	5.701	25,7
10-19	122.694	1.351.553	6.874	10	1.512	5.086	32,6
20-49	50.746	1.368.127	8.984	12	1.758	6.567	35,4
50-99	11.572	762.786	6.038	8	1.059	7.916	38,2
100-199	5.042	685.383	6.237	9	1.234	9.100	25,6
200-249	908	201.834	1.834	3	370	9.087	42,1
250-499	1.566	539.039	5.395	7	1.026	10.009	43,4
500-1.000	603	416.886	4.510	6	862	10.818	46,1
Oltre 1.000	371	1.505.345	20.303	28	3.343	13.487	48,6
Totale	1.169.275	8.921.515	72.094	100	13.305	8.081	27,1

Fonte: Dataset EISIS.

riferendosi quest'ultimo ad un universo lievemente più ampio³⁹. Il primo elemento interessante da notare è che la «questione» TFR riguarda poco meno di nove milioni di lavoratori e il 30% delle imprese, pari a circa 1 milione e duecentomila unità, dato che la stragrande maggioranza delle cosiddette micro imprese (oltre il 70% delle imprese appartenenti alla classe 1-9 addetti) non utilizza contratti di lavoro dipendente e dunque non accumula il fondo per il trattamento di fine rapporto⁴⁰. Le piccole imprese, intese come unità produttive con meno di 50 addetti, detengono comunque circa il 39% dello stock complessivo. L'accantonamento annuale, al lordo del prelievo fiscale, è stimato in 13 miliardi di euro, di cui circa un quarto accantonato dalle 371 imprese della classe dimensionale maggiore.

La tabella 4 conferma anche il maggior turnover dell'occupazione delle imprese minori: il valore dello stock di TFR per occupato è strettamente crescente con la dimensione di impresa: da un valore di circa 5.700 euro per le imprese con meno di 9 addetti di passa a valori di oltre 13 mila euro per le imprese maggiori⁴¹. Coerentemente, il rapporto tra stock di TFR e monte

³⁹ Si tratta della voce *passività per riserve ramo vita e fondi pensione* delle imprese non finanziarie e delle famiglie e istituzioni senza scopo di lucro, riportata tra le attività e passività finanziarie dell'Italia. Il dato Banca d'Italia include dunque anche il settore agricolo, il settore no profit e alcuni altri settori o forme giuridiche non inclusi nella base dati EISIS.

⁴⁰ Tale dato è coerente con quanto rilevabile dalla banca dati sulle imprese dell'INPS.

⁴¹ Sull'andamento dello stock di TFR procapite per dimensione di impresa influisce, oltre al turnover, anche il netto differenziale retributivo ufficiale, rilevato anche dalla banca dati sulle retribuzioni dell'INPS. L'interpretazione in termini di turnover è comunque confermata anche dai dati dell'Appendice del Rapporto sulle strategie nazionali per i futuri sistemi pensionistici (2002), dove si misurano le annualità di TFR con il rapporto tra stock di TFR cumulato

TAB. 5. *Stato patrimoniale e TFR (1998)*

Classe di addetti	Stock TFR/Totale attivo	Debiti totali/Totale attivo (%)	Debiti a breve/Debiti totali (%)	Debiti finanziari/Totale attivo (%)
Fino a 9	19,8	77,0	77,5	n.d.
10-19	15,3	72,3	79,2	n.d.
20-49	14,3	80,8	81,0	n.d.
50-99	14,7	70,9	81,3	n.d.
<i>Totale fino a 99</i>	19,0	76,9	77,7	n.d.
100-199	10,2	64,2	82,0	30,2
200-249	9,8	65,2	81,8	30,3
250-499	11,1	64,3	82,9	28,7
500-1.000	10,8	59,8	84,7	24,7
Oltre 1.000	9,2	61,9	83,7	27,8
<i>Totale oltre 99</i>	10,3	63,9	82,4	29,4

Fonte: Dataset EISIS.

retributivo risulta strettamente crescente con la dimensione di impresa (dal 25,7% al 48,6%).

Il maggiore turnover occupazionale delle imprese minori è inoltre confermato dal rapporto tra le indennità pagate e lo stock di TFR che risulta strettamente decrescente con la dimensione. Nel 1998, in particolare, circa un terzo delle imprese risulta aver pagato indennità o anticipi, ma nel caso delle imprese minori il rapporto tra importi erogati e stock del TFR è in media del 50%, contro una media del 15% per le imprese con oltre 10 addetti.

Ma quali indicazioni emergono sulla struttura finanziaria delle imprese e sul ruolo del TFR? La tabella 5 evidenzia, pur con le necessarie cautele dovute ad un diverso significato di alcune voci di bilancio tra forme giuridiche differenti ⁴², come il TFR abbia un ruolo certamente più rilevante per le imprese minori, per cui lo stock del Trattamento di Fine Rapporto costituisce in media il 19% dell'attivo patrimoniale. Per le imprese maggiori, invece, il rapporto non supera il 10%. È importante sottolineare come il rapporto tra stock di TFR e Totale Attivo sia sostanzialmente in linea con altre rilevazioni per le imprese maggiori, anche se lievemente superiore a precedenti indagini

e TFR dell'anno. La stima della permanenza del TFR in azienda, anche in quel caso al netto di eventuali anticipi, è strettamente crescente con l'età del lavoratore e con la dimensione di impresa e varia da un minimo di 5 anni per la classe 1-9 addetti ad un massimo di 9 per le imprese con oltre 1.000 addetti.

⁴² Il diverso dettaglio della rilevazione per le voci di stato patrimoniale non consente un confronto omogeneo per questo indice tra le imprese con meno e più di 100 addetti (che sono rilevate con due indagini distinte), a prescindere dalla forma giuridica assunta. Per questo motivo, pur avendo tentato la massima uniformità nella costruzione del rapporto, i risultati sono presentati distinti nella tabella per rimarcare la disomogeneità di fondo e l'estrema cautela nell'interpretazione dei risultati.

(si veda, ad esempio, Palermo e Valentini (2000) che quantificano il rapporto in 8,8% per il 1997), mentre risulta marcatamente alto per le imprese minori. Pur sottolineando la rilevanza dello stock per le imprese minori che hanno occupazione dipendente, va comunque sottolineato che per le imprese con meno di 99 addetti il totale dell'attivo costituisce solo una stima, con un forte grado di disomogeneità rispetto al valore del capitale investito per le imprese con oltre 100 addetti.

Venendo agli indici di indebitamento, la tabella 5 evidenzia come il rapporto tra totale dei debiti ⁴³ e totale del passivo (un'approssimazione del tradizionale indicatore di *leverage*) delle imprese minori è nettamente superiore a quello delle imprese maggiori, mentre non ci sono indicazioni di una maggiore esposizione verso il breve termine di una particolare classe dimensionale, all'interno di un contesto in cui la quota di esposizione a breve è, per il complesso delle imprese, molto elevata e intorno all'80% ⁴⁴. Nell'ultima colonna della tabella è inoltre riportato il *leverage* calcolato come rapporto tra debiti finanziari e totale del passivo per le sole imprese oltre i 99 addetti: si ottiene per il 1998 un valore medio del 29%, in linea con i dati calcolati su altre fonti informative.

Una conferma della rilevanza dell'autofinanziamento complessivo per le imprese di minori dimensioni è ricavabile dalla tabella 6, che evidenzia un andamento nettamente decrescente al crescere della dimensione di impresa per il rapporto tra autofinanziamento e fatturato. Tuttavia, per le imprese minori, l'accantonamento al fondo TFR contribuisce relativamente meno alla formazione dell'autofinanziamento: il rapporto tra l'autofinanziamento al netto dell'accantonamento TFR e accantonamento TFR è decrescente con la dimensione di impresa, a conferma che il ruolo del TFR per le imprese minori è fortemente influenzato dall'elevato turnover occupazionale.

Le indicazioni fornite dal modello confermano le considerazioni teoriche esposte nei paragrafi precedenti sulle scelte finanziarie delle imprese. Pur non potendo avere da questa base informativa indicazioni dirette sull'utilizzo

⁴³ Nella rilevazione delle imprese con meno di 100 addetti non è possibile distinguere le varie tipologie di debito e dunque non è possibile enucleare i soli debiti finanziari. Si veda Di Majo, Pazienza e Triberti (2005) per una ricognizione recente degli indici di indebitamento per dimensione di impresa.

⁴⁴ Val la pena di sottolineare che non necessariamente un contratto di finanziamento a breve termine è sinonimo di debolezza e vulnerabilità per l'impresa perché facilita per entrambe le parti la ricontrattazione (anche in relazione alla rapida discesa dei tassi registrata a fine anni Novanta) e risponde comunque al desiderio di limitare i legami contrattuali segnalato da entrambi i contraenti.

TAB. 6. *Caratteristiche e peso dell'autofinanziamento (1998)*

Classi di addetti	Autofinanziamento/Ricavi (%)	Autofinanziamento netto TFR/ Accantonamento TFR
Fino a 9	32,8	40,76
10-19	10,6	10,49
20-49	9,7	26,77
50-99	8,7	19,40
100-199	8,0	8,50
200-249	8,0	9,42
250-499	5,2	9,80
500-1.000	9,5	7,97
Oltre 1.000	7,4	10,75
Totale	31,6	36,51

Fonte: Dataset EISIS.

delle varie forme di finanziamento nella copertura dei fabbisogni finanziari ⁴⁵, si può verificare come il rapporto tra autofinanziamento e fatturato sia fortemente decrescente per dimensione di impresa, mentre l'utilizzo del debito sia relativamente intenso per le imprese minori ⁴⁶.

Si può dunque valutare che in un quadro dove l'autofinanziamento è la fonte preferita delle imprese e dove comunque il livello del debito rimane stabilmente elevato, e molto sbilanciato sul breve termine, la progressiva fuoriuscita del TFR potrebbe costituire un problema da considerare attentamente per la finanza delle imprese minori, soprattutto di fronte ad una eventuale inversione di tendenza dei tassi di interesse.

4.2.1. *Le scelte finanziarie delle imprese minori: un approfondimento*

Dall'analisi dei dati per il 1998 emerge per le imprese minori un mix di utilizzo di autofinanziamento e indebitamento. Per valutare se è possibile ipotizzare una qualche forma di prevalenza tra le due fonti di copertura del

⁴⁵ Si veda la nota 25 per l'indicazione di indagini dirette su questo particolare aspetto. Va anche sottolineato che da tutte le indagini dirette emerge un ruolo rilevante per il leasing, ma il valore dei contratti di leasing non compare tra le voci di bilancio.

⁴⁶ Relativamente all'utilizzo del debito vanno peraltro ricordate alcune caratteristiche peculiari del nostro sistema che relativizzano l'idea di un sistema di imprese minori comunque molto dipendente dal sistema bancario: il livello del *leverage* delle imprese minori è stato per molto tempo più contenuto rispetto alle imprese maggiori, e solo a partire dalla metà degli anni Novanta, a fronte di una maggiore diversificazione e ricorso al mercato del capitale di rischio delle imprese maggiori, ha fatto riscontro un uso più intenso del debito per le imprese minori. Inoltre, la già ricordata elevata incidenza del multiaffidamento e l'elevata esposizione a breve termine tendono a ridurre la *commitment* per entrambe le parti.

TAB. 7. *Distribuzione percentuale delle imprese per intensità del rapporto di indebitamento e dell'autofinanziamento (1998)*

<i>Imprese fino a 99 addetti</i>			
Debiti/Totale Attivo	Autofinanziamento		
	Basso	Alto	Totale
Basso	13,8	37,0	50,8
Alto	21,2	28,0	49,2
Totale	35,1	64,9	100,0

<i>Imprese con oltre 99 addetti</i>			
Debiti/Totale Attivo	Autofinanziamento		
	Basso	Alto	Totale
Basso	22,1	20,1	42,2
Alto	38,2	19,6	57,8
Totale	60,3	39,7	100,0

Fonte: Dataset EISIS.

TAB. 8. *Regressione logistica sulla probabilità di essere caratterizzati da elevato indebitamento*

Logistic regression					Number of obs=875.799	
					LR chi2 (3)=24.591,91	
					Prob > chi2=0,0000	
Log likelihood = -594675,17					Pseudo R2 = 0.0203	
	Coefficiente	Stand. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
PMI	-0,1773518	0,0225752	-7,86	0,000	-0,2215984	-0,1331053
Autofinanzia- mento	-0,7041946	0,0045675	-154,18	0,000	-0,7131466	-0,6952425
Area01	0,0101888	0,0043951	2,32	0,020	0,0015746	0,018803
Costante	0,599974	0,0225573	26,60	0,000	0,5557625	0,6441856

Fonte: Dataset EISIS.

fabbisogno finanziario, al fine di meglio qualificare le possibili reazioni delle imprese in seguito alla fuoriuscita del TFR, sono state analizzate le distribuzioni delle imprese con variabili dicotomiche per elevato/basso indebitamento e elevato/basso autofinanziamento⁴⁷. A dispetto dei valori medi dei singoli indici, la tabella 7 evidenzia come le imprese minori (qui intese come quelle con un numero di addetti inferiore a 100) utilizzino più intensamente l'autofinanziamento rispetto alle imprese di maggiori dimensioni.

Questo risultato può essere riassunto attraverso una stima dicotomica sulla probabilità che un'impresa sia caratterizzata da un elevato livello del rapporto di indebitamento. Come evidenzia la tabella 8, esiste una relazione

⁴⁷ Il grado elevato/basso è stato individuato con riferimento alla distribuzione per quartili.

negativa tra l'elevato indebitamento, la dimensione piccola (sotto i 99 addetti) e la presenza di elevato autofinanziamento; la residenza nelle regioni meridionali, al contrario, aumenta la probabilità di essere caratterizzati da elevato indebitamento.

Sulla base di questa analisi, sono state formulate delle ipotesi differenziate per dimensione di impresa sulla sostituzione del TFR con indebitamento o fonti interne che saranno illustrate nel paragrafo successivo.

4.3. *Le simulazioni*

Per stimare gli effetti sulle imprese della riforma del TFR è necessario immaginare un orizzonte temporale di almeno un decennio, durante il quale è possibile mettere a confronto l'andamento dei flussi futuri di accantonamento e del TFR maturato (lo stock) secondo la legislazione vigente con gli effetti dell'introduzione della riforma che trasferisce i flussi futuri del TFR ai fondi pensione. Lo scopo di questo esercizio è una valutazione dell'entità e del costo di un finanziamento alternativo, sulla base della considerazione che il TFR rappresenta attualmente un'importante fonte di autofinanziamento per le imprese.

Il modello di simulazione è parametrico e questo consente di effettuare delle stime di medio periodo differenziate in funzione dei valori che vengono assegnati ad alcune variabili del modello. I risultati puntuali dipendono dalle ipotesi adottate, le quali, proprio perché riferite ad orizzonti temporali di medio periodo, incorporano necessariamente alcuni elementi soggettivi.

L'orizzonte temporale delle simulazioni va dal 1998 al 2017: gli anni fino al 2007 simulano la situazione attuale di bassa partecipazione ai fondi pensione utilizzando le informazioni disponibili circa il numero dei lavoratori dipendenti iscritti ai fondi pensione⁴⁸. A partire dal 2008 sono stati disegnati alcuni scenari alternativi, quali possibili forme di applicazione della riforma: la clausola del *silenzio assenso* prevede infatti che il lavoratore debba comunicare l'eventuale scelta di *non* destinare a fondo pensione le quote future di TFR e quindi di rimanere nel regime finora vigente. In caso contrario, prende vita l'adesione a una forma di previdenza complementare, eventualmente indicata dal lavoratore. Le simulazioni che sono state prodotte intendono confrontare il caso nel quale il tasso di adesione ai fondi pensione rimane immutato rispetto all'anno antecedente all'entrata in vigore della riforma e quindi, di fatto, rimane attiva la legislazione finora vigente (*scena-*

⁴⁸ Si fa riferimento ai dati COVIP, già presentati e discussi al paragrafo 2.2.

rio a legislazione invariata), con altri scenari nei quali aumenta il numero dei lavoratori che decidono di destinare i flussi futuri di accantonamento alla previdenza complementare, secondo quanto auspicato dalla riforma. Attualmente vi è una notevole incertezza sull'ammontare di TFR che sarà destinato alla previdenza integrativa tramite il meccanismo del silenzio-assenso, ma l'ipotesi sul tasso di adesione risulta comunque cruciale nella valutazione delle esigenze di finanziamento delle imprese che è l'obiettivo del presente lavoro. Si è quindi scelto di confrontare lo scenario a legislazione invariata con due possibili ipotesi di recepimento della riforma da parte dei lavoratori: un primo scenario, più «realistico», suppone che il tasso di adesione ai fondi pensione a partire dal 2008 possa più che raddoppiare rispetto all'anno precedente e arrivare ad un valore del 33% (*scenario riforma al 33%*); un secondo scenario, più «teorico», ipotizza che tutti i lavoratori dipendenti aderiscano alla previdenza complementare destinando i loro flussi futuri di TFR ai fondi pensione (*scenario riforma 100%*). Tale ipotesi ci consente di individuare, a parità delle altre condizioni, il costo massimo per le imprese in caso di una piena adesione alla riforma.

Nel modello di microsimulazione il calcolo dello stock di TFR per l'*i-esima* impresa si basa sullo stock dell'anno precedente rivalutato e al netto della parte liquidata, cui si aggiunge il flusso accantonato nell'anno. Partendo da quest'ultimo, l'accantonamento totale per ciascuna impresa *i* può essere definito nel modo seguente:

$$ACCTOT_{i,t} = ACC1_{i,t} + ACC2_{i,t}$$

dove *ACC1* è l'accantonamento che va ad alimentare lo stock di TFR accumulato, mentre *ACC2* è la parte versata all'INPS (pari allo 0,5% della retribuzione). Più in particolare:

$$[1] \quad ACC1_{i,t} = 6,91\% * Wtfr_{i,t} + (6,91\% - \beta) * Wfp_{i,t}$$

dove *Wtfr* è il monte retributivo dei lavoratori che non hanno aderito alla previdenza complementare, mentre *Wfp* corrisponde al monte retributivo degli iscritti ai fondi. Questa suddivisione è stata fatta sulla base di ipotesi circa il tasso di adesione ai fondi pensione (parametro γ) che consente di distinguere i lavoratori tra iscritti ai fondi e non ⁴⁹. Quindi per ciascuna impresa

⁴⁹ In particolare si sono calcolati i tassi di adesione storici (1998-2004) come rapporto tra gli iscritti e la corrispondente platea di potenziali aderenti che risulta dal modello, mentre per gli anni 2005-2007 si è ipotizzato un incremento della partecipazione pari allo 0,5% annuo grazie all'adesione volontaria dei lavoratori.

TAB. 9. *Tassi di adesione medi ai fondi pensione e aliquote contributive medie (Anno 2004) (valori percentuali)*

Tasso di adesione (γ)	12,60
Aliquota contributiva effettiva (β)	3,32
Aliquota media Vecchi occupati (*)	2,55
Aliquota Nuovi occupati	6,91

* COVIP (2005).

Fonte: Stime su dati EISIS e COVIP.

si considerano sia i lavoratori che accantonano il flusso annuale di TFR sulla base dell'aliquota legale del 6,91% applicata alla retribuzione lorda $Wtfr$, sia i lavoratori che hanno già scelto di aderire ai fondi pensione esistenti, tra i quali sono presenti i lavoratori assunti prima del 1993 che, in base alla normativa vigente, hanno la facoltà di destinare alla previdenza complementare soltanto una parte del loro flusso di TFR. Pertanto, una quota residuale delle loro retribuzioni continua ad alimentare il flusso annuale di TFR, mentre la parte complementare alimenta la previdenza integrativa, il cui flusso annuale complessivo FP_t è stimato come:

$$[2] \quad FP_{i,t} = \beta * Wfp_{i,t}$$

Per quanto riguarda la costruzione dell'aliquota effettiva di contribuzione (β) del TFR ai fondi pensione β , si è seguita la procedura seguente. Sulla base delle aliquote di contribuzione media per gli anni fino al 2004 dei vecchi e dei nuovi occupati, riportate in tabella 9, e considerando la distribuzione per età dei lavoratori, si è costruita un'aliquota media ponderata per gli anni 2005-2017 dove il peso dei lavoratori nuovi è crescente rispetto a quelli assunti prima del 1993.

Lo stock annuale di TFR è stimato secondo la formula seguente:

$$[3] \quad TFR_{i,t} = (1 + \alpha)(TFR_{i,t-1} - 1 - TFRLIQ_{i,t}) + ACC1_{i,t}$$

dove α è il coefficiente di rivalutazione – composto da una quota fissa e da una variabile⁵⁰ – applicato al TFR maturato alla fine dell'anno, TFR_{t-1} è lo

⁵⁰ Come già illustrato nel paragrafo 2.1, il coefficiente alfa è così composto:

$$\alpha = (1,5\% + 0,75 * IPC) * (1 - 0,11)$$

con IPC pari alla variazione percentuale annuale dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (tabacchi esclusi) e lo 0,11 rappresenta la ritenuta a titolo di imposta sulla remunerazione del TFR. Nella realtà la rivalutazione del TFR maturato viene effettuata mensilmente dall'impresa, mentre qui si assume che venga fatta alla fine dell'anno t .

stock di TFR al 31 dicembre dell'anno precedente, $TFRLIQ$ è la quota di TFR liquidata per cessazione del rapporto di lavoro ⁵¹.

Per quanto riguarda quest'ultimo ammontare, si è proceduto calcolando il numero di lavoratori che escono annualmente dall'impresa ($NLIQ$) sulla base dei tassi di uscita medi per dimensione di impresa ⁵² e si è così stimato l'importo totale liquidato attribuendo ad ognuno il valore medio dello stock maturato:

$$TFRLIQ_{i,t} = \frac{TFR_{i,t-1}}{OCC_{i,t-1}} * NLIQ_{i,t}$$

Le simulazioni dei vari scenari si basano sulle medesime ipotesi fino all'anno 2007 ($t-1$): dal 2008, anno t nel quale entra in vigore la riforma, gli scenari si differenziano per i valori dei parametri β e γ . Infatti, nello *scenario a legislazione invariata*, il tasso di adesione γ rimane costante per il periodo di simulazione e quindi la partecipazione ai fondi pensione si attesta al 14,1% dei lavoratori dipendenti (scontando un incremento annuale per il periodo 2004-2007 dello 0,5% in aggiunta al 12,6% valutato dal modello per il 2004) e anche l'aliquota contributiva media continua ad essere significativamente influenzata dalla presenza dei vecchi occupati con aliquota ridotta. I due *scenari di riforma*, che simulano gli effetti di entrata in vigore della nuova normativa, si differenziano da quello a legislazione invariata per i diversi tassi di adesione ai fondi pensione ipotizzati. In un caso si è ipotizzato un aumento del tasso di adesione dall'anno t della simulazione fino a un terzo dei lavoratori, nell'altro tale incremento è stato portato al massimo (100% dei dipendenti). Ovviamente l'aliquota contributiva media β delle equazioni [1] e [2] è influenzata dall'aumento dei nuovi iscritti, anche se in nessuno degli scenari raggiunge il valore del 6,91% neppure alla fine dell'orizzonte di simulazione per la presenza degli assunti prima del 1993.

La simulazione degli effetti della riforma nell'arco di dieci anni ha richiesto alcune ipotesi di lavoro specifiche per la proiezione delle variabili di base. Infatti, come già accennato, è stato necessario costruire un modello dinamico

⁵¹ Nella stima annuale dello stock di TFR non è stato invece possibile tener conto delle anticipazioni sul TFR maturato, dal momento che nella banca dati non esistono informazioni statistiche sugli anticipi richiesti dai lavoratori all'impresa durante l'anno. Ciò comporta ovviamente una sovrastima nel calcolo dello stock di TFR che tuttavia non compromette la possibilità di confrontare i risultati degli scenari.

⁵² I tassi di ingresso e di uscita sono stati calcolati sulla base del valore medio dei dati ISFOL-ISTAT degli ultimi 5 anni.

che fosse in grado di riprodurre lo stock di TFR per un orizzonte temporale pluriennale sul quale confrontare gli effetti della riforma.

A partire dall'anno base dei microdati EISIS, si sono ricostruite le variabili necessarie al calcolo dei flussi futuri del TFR facendo ipotesi specifiche per il calcolo delle retribuzioni totali di ogni impresa e per l'andamento dell'occupazione per tipo di figura professionale a livello di singola impresa. Per quanto concerne l'occupazione sono stati utilizzati come base i profili occupazionali delle indagini, facendo poi delle proiezioni sulla base di tassi di crescita medi per settore di attività economica per ciascuna figura professionale derivati dalla contabilità nazionale, dalle rilevazioni trimestrali sulle forze di lavoro e da specifiche previsioni macrosettoriali⁵³. Il profilo dei monti retributivi per impresa è stato calcolato applicando agli occupati così stimati le retribuzioni medie per settore di attività e tipo di lavoratore dedotte dai dati INPS e aggiornate con previsioni macrosettoriali. L'andamento dell'occupazione dipendente nell'orizzonte della simulazione risulta così piuttosto piatto, con un tasso di crescita annuale medio di circa 1,5 punti percentuali, mentre il monte retributivo cresce in media di 3 punti percentuali all'anno⁵⁴.

Data la centralità dell'andamento dell'inflazione per il calcolo del rendimento del TFR, si è deciso di ipotizzare due possibili scenari di inflazione da sovrapporre agli scenari di tipo normativo: in un primo caso (*inflazione costante*), l'indice cresce annualmente del 2,25%, mentre un secondo scenario (*inflazione crescente*) prevede che l'indice dei prezzi aumenti in modo cumulativo (mezzo punto percentuale in più ogni anno). Conseguentemente, i monti retributivi sono adeguati alla dinamica inflazionistica dei rispettivi scenari.

Le misure compensative per le imprese, descritte nel paragrafo 2.3, sono state simulate nei vari scenari. A partire dall'anno di entrata in vigore della riforma, si è stimato l'aumento della deducibilità dal reddito di impresa dell'ammontare di TFR fatto affluire alle forme di previdenza integrativa – dal 3 al 4% per le imprese con più di 50 addetti e al 6% per le altre –:

⁵³ Per la ricostruzione dei profili occupazionali di base, nel caso delle imprese medio grandi (con almeno 100 addetti) si sono utilizzati i dati dell'indagine (censuaria) SCI disponibili fino al 2002, mentre per le PMI è stato necessario costruire un profilo di occupazione per ciascuna figura professionale utilizzando i dati dell'archivio ASIA che registra i lavoratori dipendenti di ciascuna impresa attiva.

⁵⁴ I dati sono quelli pubblicati dall'INPS nell'*Osservatorio sulle imprese* aggiornati con le informazioni sulle retribuzioni lorde pubblicate sulla Relazione Annuale della Banca d'Italia. In particolare, per le retribuzioni il tasso di crescita del 3% corrisponde all'andamento medio degli ultimi quattro anni disponibili (2000-2004) ed è stato assunto (con le appropriate differenziazioni settoriali) anche per la proiezione in quanto riflette una fase piuttosto stabile della dinamica salariale.

$$Ded_{i,t} = 0,03 * FP_{i,t} \quad \text{per } t = 1998, \dots, 2007$$

$$Ded_{i,t} = 0,04 * FP_{i,t} \quad \text{se } dip \geq 50 \quad \text{per } t = 2008, \dots, 2017$$

$$Ded_{i,t} = 0,06 * FP_{i,t} \quad \text{se } dip < 50 \quad \text{per } t = 2008, \dots, 2017$$

Inoltre, si è calcolato l'ammontare corrispondente all'esonero dal versamento del contributo al fondo di garanzia anch'esso in proporzione al TFR versato ai fondi nei diversi scenari ⁵⁵:

$$FGTFR_{i,t} = 0,002 * W_{i,t} \quad \text{per } t = 1998, \dots, 2007$$

$$FGTFR_{i,t} = (0,002 * W_{tfr_{i,t}}) + (0,0005 * W_{fp_{i,t}}) + \\ + (0,0015 * W_{fp_{i,t}} * (1 - \theta)) \quad \text{per } t = 2008, \dots, 2017$$

$$\text{dove } \theta = \frac{\beta}{0,0691}$$

Il Fondo di Garanzia per il TFR (FGTFR), a partire dall'anno della riforma, riceve un contributo che rimane fissato dall'aliquota dello 0,2% sulle retribuzioni dei lavoratori che non smobilizzano il TFR verso la previdenza integrativa, mentre per coloro che aderiscono ai fondi la quota da contribuire rimane lo 0,05% più una parte residuale della retribuzione degli assunti prima del 1993 sulla quale si continua a pagare l'aliquota dello 0,15%: tale quota varia al variare dell'aliquota β e sarà quindi progressivamente ridotta negli scenari di simulazione all'aumentare degli iscritti ai fondi pensione ⁵⁶.

Infine, dal 2008 per ciascuna impresa il modello di microsimulazione stima la riduzione degli oneri impropri in proporzione al flusso di TFR maturando conferito ai fondi pensione. Nel modulo dei contributi sociali ⁵⁷, il modello calcola l'esonero contributivo a livello di singola impresa verificando la capienza, nell'ordine, delle aliquote contributive dovute per assegni familiari, maternità e disoccupazione a seconda delle figure professionali e dei

⁵⁵ In particolare, il contributo al fondo di garanzia era pari allo 0,2%: l'esonero si riferisce alla quota dello 0,15% mentre rimane in essere il contributo dello 0,05% previsto ai sensi dell'art.4 del D.Lgs. 80/1992.

⁵⁶ Vale la pena di ricordare che per alcune figure professionali che operano in alcuni settori di attività (ad esempio i dirigenti in molti settori del manifatturiero) il contributo al FGTFR secondo la normativa vigente è pari ad un'aliquota dello 0,4%: nella simulazione si è tenuto conto anche di queste differenze.

⁵⁷ Per una descrizione delle equazioni specifiche relative alla stima dei contributi sociali nel modello si veda Bardazzi e Pazienza (2003).

TAB. 10. *Percentuali di riduzione degli oneri impropri*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	dal 2014
Esonero contributivo (%)	0,19	0,21	0,23	0,25	0,26	0,27	0,28

Fonte: Tabella A, allegata D.L. 203/2005, modificata dalla L. 266/2005, del 29/12/2005.

settori di attività. La riduzione contributiva segue la progressione riportata nella tabella 10.

Per valutare il costo complessivo per le imprese della riforma del TFR, alle ipotesi circa i tassi di inflazione che determinano in modo univoco l'andamento della remunerazione del TFR, si devono aggiungere quelle sul costo dell'indebitamento bancario a lungo termine che è stato fissato per il 2007 nel 6,25%, un valore più elevato di quanto registrato nel corso del 2005 (inferiore al 5%) ma in linea con quanto previsto dalle più accreditate previsioni macroeconomiche⁵⁸. Negli scenari ad inflazione costante si è scelto di utilizzare i dati ipotizzati per il 2008 per tutto l'arco della simulazione: il livello dei tassi sui prestiti bancari e dell'inflazione hanno dato luogo ad un differenziale tra costo del debito e costo del TFR poco superiore ai tre punti percentuali che è rimasto dunque costante. Negli scenari ad inflazione crescente, invece, alla crescita della remunerazione del TFR e dei tassi (con differenziazione dimensionale) si è accompagnato anche un ampliamento del differenziale (tipico delle situazioni con maggiore crescita dei prezzi) che aumenta fino a sfiorare i 5 punti percentuali alla fine del periodo di simulazione, comunque ben al di sotto di quanto rilevabile anche solo un decennio fa. A partire dal valore sul tasso medio degli impieghi bancari dei due scenari è stata poi creata una griglia di tassi di interesse che tenesse conto simultaneamente dell'articolazione dimensionale e della localizzazione per macroarea, considerando sia l'articolazione del tasso implicito sui debiti ricavabile dalle imprese del modello, sia la distribuzione dei tassi sugli impieghi a medio lungo termine per grandezza dell'affidato e localizzazione⁵⁹.

Una valutazione circostanziata del costo dello smobilizzo del TFR per le imprese necessita anche di ipotesi circa la modalità di copertura del minore autofinanziamento a disposizione e dell'effettivo ammontare dei fabbisogni finanziari che si presenteranno negli anni. Nell'impossibilità di tener conto delle evoluzioni congiunturali e, soprattutto, della varietà delle scelte di im-

⁵⁸ In particolare si è fatto qui riferimento in larga parte a quanto previsto da Prometeia per il periodo 2007-2009.

⁵⁹ L'articolazione dei tassi sugli impieghi per grandezza dell'affidato e localizzazione è di fonte Banca d'Italia.

presa, sono state adottate delle assunzioni semplificatrici, differenziate tra i due scenari. Va subito sottolineato che le caratteristiche del Fondo di Garanzia per l'accesso al credito, istituito in occasione della riforma previdenziale, portano a considerazioni in parte contraddittorie: da un lato infatti la delega alla banca per il versamento delle quote di TFR maturate, insieme ai tassi agevolati, porterebbero ad ipotizzare una eventuale accensione di un debito per l'intero importo del TFR smobilizzato; d'altronde l'attuale previsione di un funzionamento per soli sei anni e una dotazione limitata portano a considerare che l'importo potrebbe non risultare sufficiente – né conveniente – per tutti i fabbisogni. Nel caso dello scenario con un tasso di adesione del 33%, l'ipotesi è stata di tipo binario e basata sul comportamento «passato» delle imprese (in coerenza con l'analisi del paragrafo 4.2.1): per le imprese che avevano evidenziato un intenso utilizzo dell'autofinanziamento si ipotizza una quota (λ) di ricorso al debito del 50%, che diventa dell'85% per le altre imprese. Nel caso dello scenario con tasso di adesione al 100% si ipotizza invece che l'intero importo degli accantonamenti annuali smobilizzati venga sostituito da nuovo debito, nell'ipotesi – certamente eroica – che non ci sia alcuna forma di razionamento e che l'incremento di domanda di credito non porti a retroazioni sui tassi. Si tratta dunque di uno scenario limite che ipotizza che tutta la riduzione dell'autofinanziamento abbia immediata necessità di copertura per l'impresa e non esistano alternative al capitale di credito. Se dal punto di vista delle scelte finanziarie si tratta certamente di un comportamento «estremo», si è voluto peraltro caratterizzare in tutti gli aspetti la stima del costo massimo per le imprese della riforma del TFR, descritta nello scenario con adesione al 100%.

Infine si è ipotizzato che il tasso agevolato previsto dall'accordo con l'ABI consista in un premio di 100 punti base sul valore dell'IRS e, in coerenza con la metodologia di Chiorazzo e Milani (2005), si è convertito tale decremento in differenziale rispetto al tasso medio sugli impieghi bancari. Si noti che tale differenziazione dei tassi opera fino al 2013, anno in cui il Fondo cesserà di operare secondo l'attuale normativa⁶⁰.

⁶⁰ Il modello ha permesso di verificare che i criteri di affidabilità dell'impresa, che consentono l'accesso al fondo di garanzia (finché quest'ultimo risulta capiente), non risultano particolarmente stringenti. In particolare il criterio fondato sul rapporto tra interessi passivi e fatturato è rispettato dal 93% delle imprese considerate (indipendentemente dal tipo di contabilità utilizzata), con percentuali che oscillano tra l'88% della classe oltre i mille addetti e il 93,1% della classe 1-9 addetti. Il criterio di patrimonializzazione – che è invece verificabile in modo coerente ed omogeneo solo per il sottoinsieme delle società di capitali – è rispettato dal 70% delle imprese considerate. Non è invece possibile con il modello valutare la stringenza del criterio per le imprese in contabilità semplificata.

TAB. 11. *Schema riassuntivo delle ipotesi utilizzate per gli scenari di simulazione*

	Hp. Inflazione costante $\pi_t=2,25\%$			Hp. Inflazione crescente $\pi_t=2,25$ $\pi_{t+9}=7,25\%$		
	Scenario legislazione invariata	Scenario di riforma (1)	Scenario di riforma (2)	Scenario legislazione invariata	Scenario di riforma (1)	Scenario di riforma (2)
Tasso di adesione ai fondi pensione all'anno $t(\gamma)$ (%)	14,1	33	100	14,1	33	100
Tassi di interesse medi sul credito (%)	$i_t=6,25$			$i_t=6,25, i_{t+9}=12,25\%$		
	<50 addetti: Nord 7%; Centro 7,5%, Sud e isole 8%					
	200-500 addetti: Nord 6,15%; Centro 6,50%; Sud e isole 6,60%					
	>1.000 addetti: Nord 5,4%; Centro 5,4%; Sud e isole 5,4%					
Tasso di sostituzione del TFR con debito (λ) (%)	50-85	50-85	100	50-85	50-85	100

I maggiori oneri finanziari possono quindi essere stimati come:

$$[4] \quad \Delta ONFIN_{i,t} = i_{j,k,t} * \lambda_i * \Delta DEB_{i,t}$$

dove j indica la classe dimensionale e k la localizzazione della i -esima impresa considerata.

Il maggior onere finanziario netto complessivo a livello di singola impresa sarà dato dall'ammontare calcolato secondo l'equazione [4] al netto delle compensazione appena descritte.

In sintesi, si sono costruiti sei esercizi di simulazione – le cui ipotesi sono schematizzate in tabella 11 – che consentono il confronto tra lo scenario a legislazione invariata e gli scenari della riforma con due diversi profili di inflazione, costante e crescente, sia per quanto riguarda gli stock e i flussi di TFR che per gli oneri finanziari al netto delle compensazioni. Le simulazioni dinamiche producono risultati uguali tra gli scenari per il periodo che intercorre tra il 1998 (anno del dataset) e il 2007, mentre a partire dal 2008 (anno t in cui entra in vigore la riforma) e per un decennio ($t+9$) si producono gli effetti delle ipotesi alternative nei vari scenari.

4.4. *Risultati e considerazioni*

Le simulazioni dinamiche sugli effetti per le imprese del conferimento del TFR maturando alla previdenza integrativa confermano i risultati attesi dall'analisi della struttura di questa forma di finanziamento per tipologia di

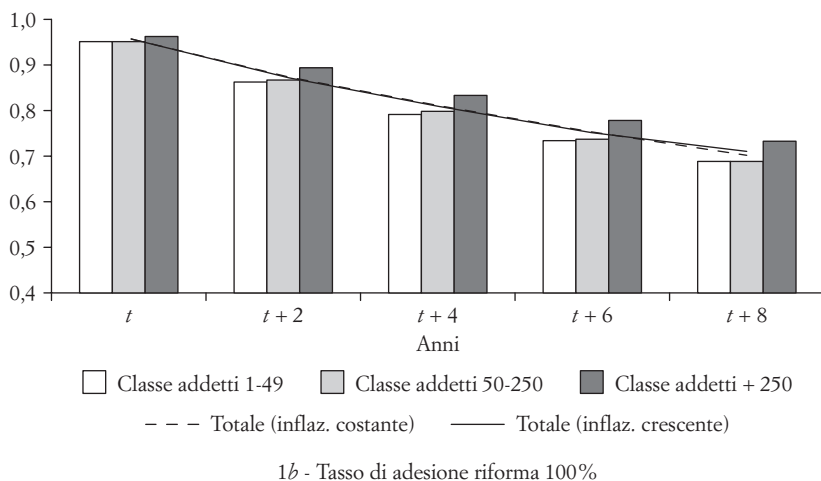
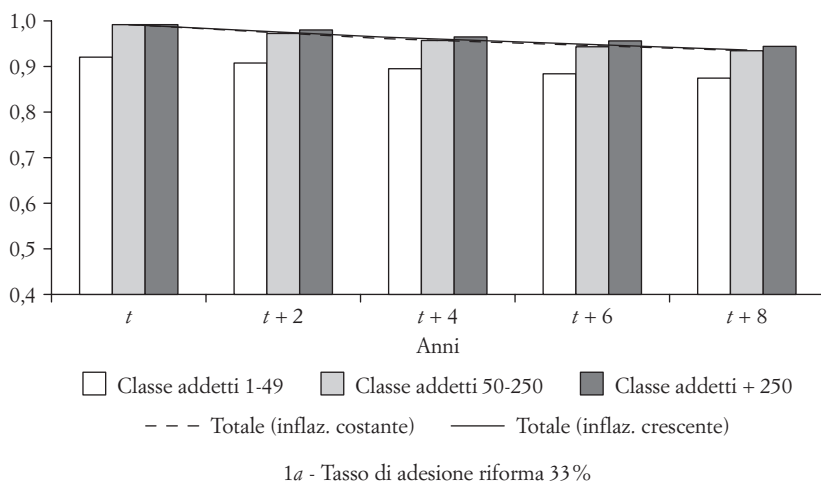


FIG. 1. Rapporto tra stock TFR secondo la riforma e a legislazione invariata.

impresa. La natura dinamica dell'accumulazione – e quindi di decumulazione nel caso della riforma – dello stock di TFR è facilmente individuabile nel profilo di riduzione del rapporto tra gli stock degli scenari di riforma e quello a legislazione invariata (fig. 1). In generale, lo stock di TFR utilizzabile dopo dieci anni del nuovo regime, nello scenario che prevede l'aumento del tasso di adesione ai fondi dal 14,1% al 33%, si riduce al 92% di quello previsto a legislazione invariata con un profilo di inflazione costante (fig. 1a), mentre se ipotizziamo che tutti i lavoratori aderiscono alla riforma (fig. 1b) lo stock di TFR «residuo» è il 67% di quello a legislazione invariata.

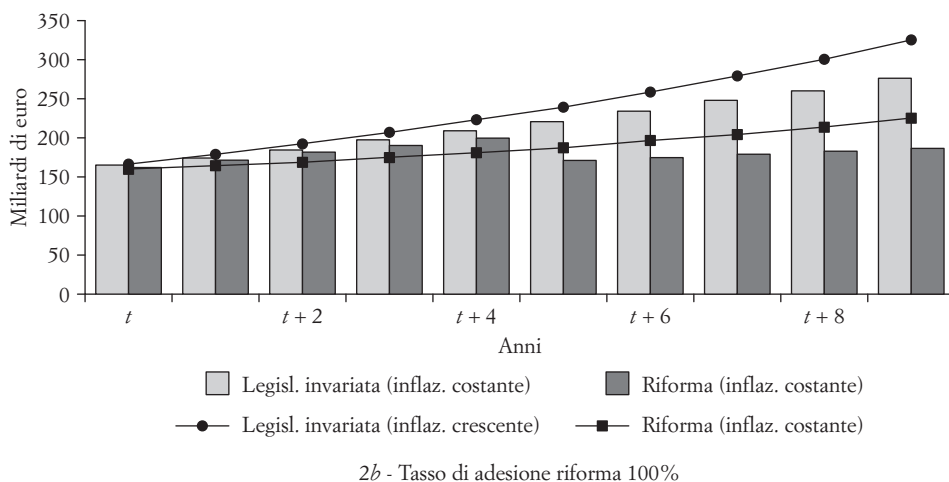
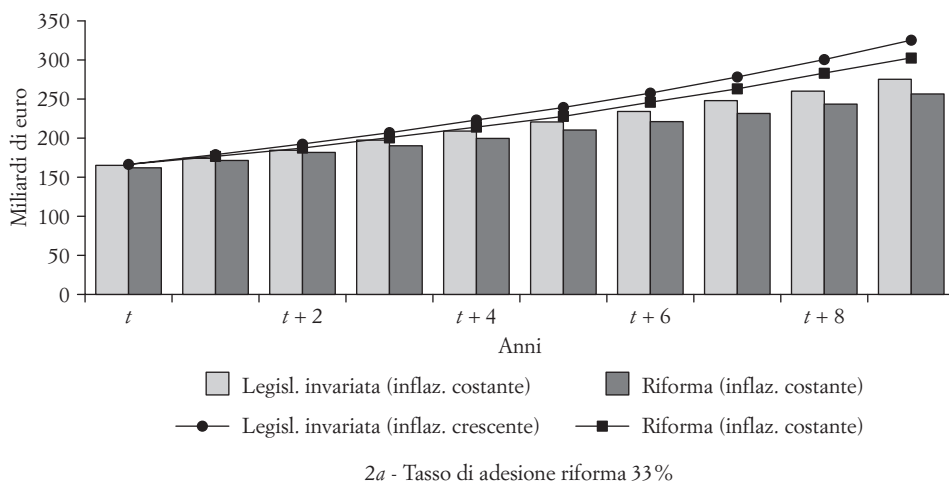


FIG. 2. Stock di TFR (legislazione vigente e riforma) nei due scenari di inflazione (mld. euro).

Per le imprese con meno di 50 addetti, che accumulavano circa il 40% dell'accantonamento annuale di TFR e che hanno un maggior turnover occupazionale, al termine dell'orizzonte di simulazione (fig. 1a) lo stock di TFR si riduce del 5% in più rispetto al totale delle imprese: si ricorda che queste sono anche le imprese per le quali l'autofinanziamento è la fonte finanziaria prevalente. Questo differenziale per le imprese minori è meno significativo (2 punti percentuali) nell'ipotesi di adesione al 100% e accomuna tutte le imprese con meno di 250 addetti.

L'ipotesi di un profilo inflazionistico più accentuato non sembra peraltro produrre differenze significative rispetto ad una dinamica dei prezzi stabile: in totale, lo stock di TFR simulato con la riforma rispetto a quello con la legislazione vigente risulta diminuire con un profilo simile nei due scenari di inflazione – ovviamente anche con lo stesso andamento per classi di addetti – e, al termine dell'orizzonte di simulazione, la differenza è inferiore ai due punti percentuali. Pertanto, nonostante dopo un decennio il differenziale ipotizzato del tasso di inflazione tra i due scenari sia di 5 punti percentuali, sia il meccanismo di computo dell'accantonamento sia la dinamica salariale fanno sì che la riduzione dello stock con le ipotesi alternative di inflazione non sia molto diversa e diventi percettibile soltanto negli ultimi anni del periodo di simulazione dello scenario con adesione al 100%, con lo stock di TFR maturato fino all'entrata in vigore della riforma che si rivaluta relativamente di più nel caso di inflazione crescente.

Se guardiamo più precisamente alle risorse finanziarie «potenziali» che la riforma del TFR drena alle imprese (fig. 2a), nel caso che il tasso di adesione sia del 33% la perdita ammonta a circa 1,7 miliardi di euro nel primo anno per arrivare quasi a 20 dopo un decennio (22 miliardi nel caso di inflazione crescente). Questo differenziale si amplia se si ipotizza lo smobilizzo del 100% del TFR maturando: con un tasso di inflazione costante all'anno $t+9$ la riduzione dello stock è di quasi 90 miliardi di euro (più di 100 se l'inflazione aumenta).

Questa diminuzione dello stock dovuta alla riforma colpisce perlopiù le società di capitale (70% della riduzione totale del TFR) che sono ovviamente le imprese con il maggior numero di lavoratori dipendenti regolari. Anche relativamente ai settori di attività economica è la distribuzione dell'occupazione che determina il profilo delle imprese più penalizzate: in primo luogo l'attività manifatturiera – quasi la metà della diminuzione di stock alla fine dell'orizzonte di simulazione – seguita dai settori del commercio, del trasporto e telecomunicazioni, e dei servizi alle imprese.

4.5. *Il costo della riforma per le imprese*

Come illustrato nei paragrafi precedenti, in questo lavoro si è scelto di delineare due scenari rappresentativi di una situazione «credibile» in termini di tassi di adesione e di una «estrema» del costo massimo che le imprese si troverebbero a sopportare, ipotizzando uno smobilizzo totale del TFR.

La figura 3 ricorda come il differenziale tra remunerazione del TFR e tasso medio sui crediti abbia superato all'inizio degli anni Ottanta i 15 punti percentuali e sia andato poi riducendosi fino al minimo del 2003, quando

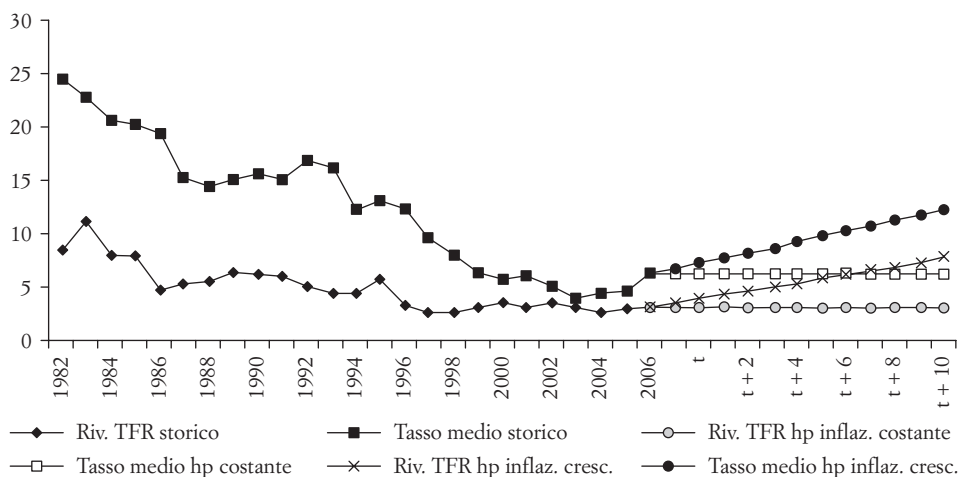


FIG. 3. Rivalutazione TFR e tasso medio sui debiti bancari: valori storici (1982-2005) e ipotesi ad inflazione costante e crescente.

il differenziale è stato inferiore ad un punto percentuale. In coerenza con l'impostazione degli scenari a inflazione costante e a inflazione crescente, che hanno dato origine alle simulazioni sull'entità dello stock appena commentate, anche il profilo della remunerazione del TFR e del capitale di debito ha seguito questa differenziazione che è illustrata nella figura a partire dal periodo t . In sostanza il differenziale tra il costo di remunerazione del TFR e i tassi bancari di mercato riflette ipotesi prudenti rispetto a quanto registrato nel passato, ma comunque in linea con il mutato assetto macroeconomico italiano di bassa inflazione e riduzione dei tassi reali.

Il maggior onere finanziario per le imprese, che ha natura cumulativa, risulta ovviamente crescere nel tempo, ma appare molto differenziato a seconda degli scenari in relazione alle ipotesi sui tassi e sull'effettiva richiesta di maggiore indebitamento. La figura 4 evidenzia che al termine dell'orizzonte di simulazione, nell'ipotesi di inflazione crescente, tale onere raggiunge rispettivamente il 3,3% (adesione 100% a fondo pensione) e lo 0,7% (adesione al 33%) del monte retributivo.

Se passiamo ad analizzare l'onere finanziario al netto delle compensazioni previste, si può facilmente verificare che tale onere, in linea con la distribuzione dei tassi di interesse per dimensione di impresa, risulta inversamente legato alla dimensione. La figura 5 evidenzia infatti, per i due scenari di adesione alla riforma nel caso di inflazione costante, un effetto netto della riforma ovviamente crescente nel tempo ma anche più elevato per le imprese sotto i 50 addetti mentre più contenuto è il divario in termini di costo fi-

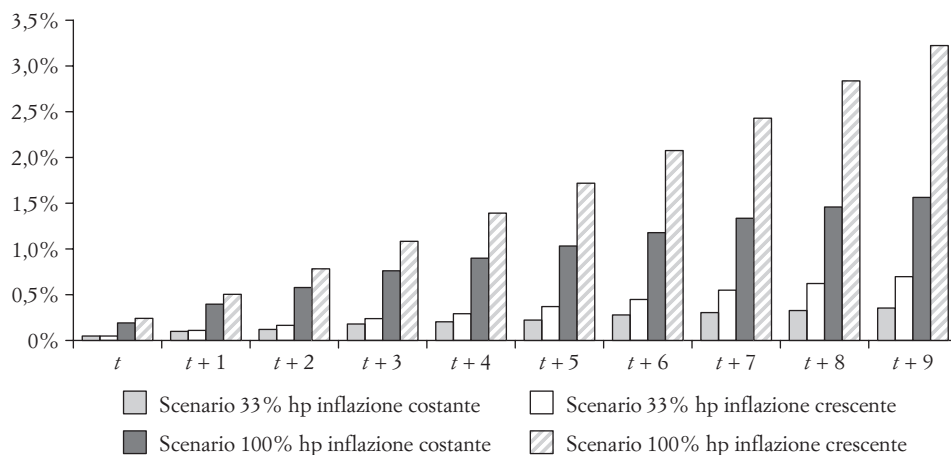


FIG. 4. Maggior onere finanziario lordo in percentuale del monte retributivo.

nanziario per le imprese di dimensioni superiori. È interessante notare che le misure compensative – già illustrate nei paragrafi precedenti e quantificate in dettaglio più avanti – più che bilanciano il costo del ricorso al debito nei primi anni di applicazione della riforma. In particolare, confrontando le figure 5a e 5b che presentano i risultati per le due ipotesi di adesione ai fondi pensione, la riforma genera un onere finanziario netto (a prezzi costanti) per tutte le imprese a partire dal suo quinto anno di applicazione nel caso di una adesione pari al 33%, mentre se il TFR smobilizzato è quello di tutti i lavoratori dipendenti le misure compensative neutralizzano completamente il costo aggiuntivo del credito soltanto per l'anno 2008⁶¹.

Una valutazione dettagliata delle misure compensative è presentata nella tabella 12 per l'ultimo anno dello scenario di simulazione. La tabella è stata divisa in quattro sezioni a seconda dell'ipotesi di tasso di adesione del 33% o del 100% combinate con inflazione costante e crescente. Nella prima colonna viene riportato il flusso di TFR smobilizzato a favore dei fondi pensione che si aggira, dopo 10 anni di simulazione, intorno ai 5 miliardi di euro con adesione al 33% e ai 16 miliardi con adesione del 100%⁶². La seconda

⁶¹ Trattandosi dell'ipotesi con inflazione costante, il *break-even point* non è molto diverso se consideriamo i valori a prezzi correnti o costanti. Nel caso di inflazione crescente, l'onere finanziario a prezzi 2005 diventa positivo a partire dal secondo anno della riforma anche nello scenario con adesione al 33%.

⁶² Si ricorda che a causa della presenza nell'ultimo anno di simulazione di lavoratori con elevata anzianità contributiva, che hanno ancora diritto a scegliere uno smobilizzo parziale del TFR, parte del TFR maturando rimarrà comunque all'interno del sistema delle imprese.

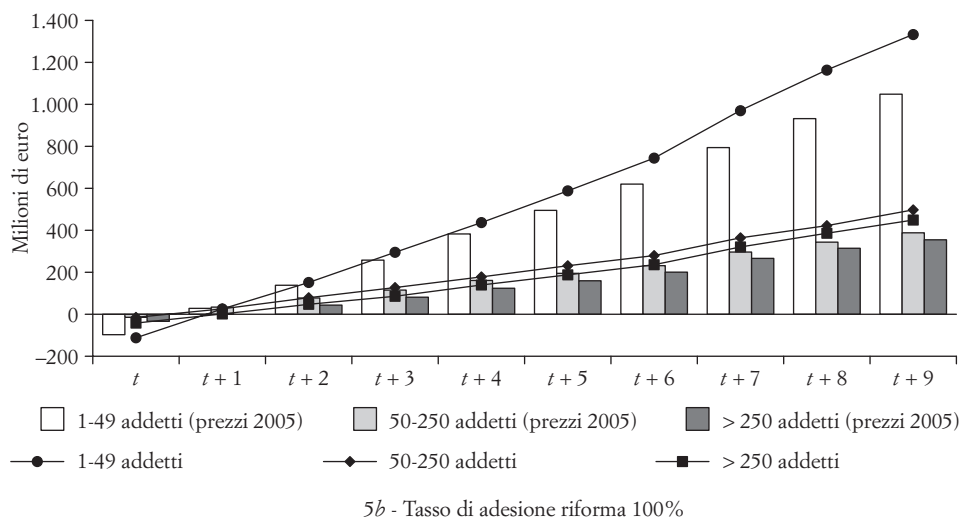
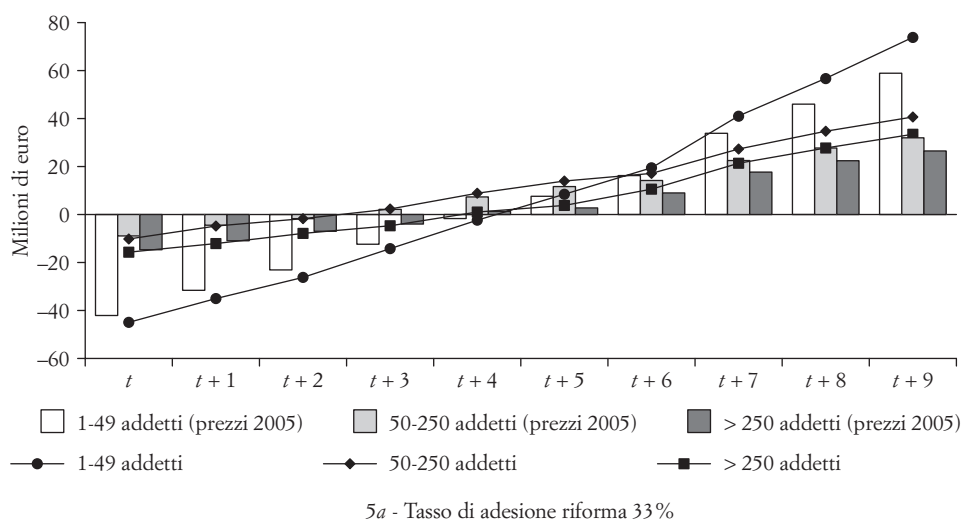


FIG. 5. Onere finanziario netto nello scenario a inflazione costante. Valori nominali (milioni di euro) e reali (prezzi 2005).

e la terza colonna riportano l'accantonamento (già al netto della ritenuta fiscale) finalizzato alla rivalutazione dello stock di TFR rimasto all'interno delle imprese (ovvero il costo di questo tipo di autofinanziamento) nello scenario a legislazione invariata e in quello che simula la riforma. Le differenze sono piuttosto contenute nell'ipotesi di un tasso di adesione del 33%, mentre cre-

scono in modo apprezzabile (circa 6 miliardi di euro) nello scenario di adesione al 100%. La colonna (d) rappresenta il maggior debito contratto dalle imprese, che tiene conto di un mix di fonti di finanziamento nello scenario di adesione al 33% e di una sostituzione totale nel caso di adesione al 100%, (scenario questo finalizzato, come già messo in evidenza, a quantificare un costo massimo per le imprese). A seconda della combinazione di ipotesi, il fabbisogno finanziario da coprire con debito potrebbe variare tra 14 e 100 miliardi di euro alla fine del periodo di simulazione.

Il maggior costo per le imprese (colonna (f)) si ottiene dunque considerando la differenza tra la remunerazione dello stock del TFR nello scenario a legislazione invariata e nello scenario di simulazione e aggiungendo a questa differenza i maggiori oneri finanziari. I maggiori costi per le imprese variano dunque alla fine del periodo di simulazione tra 470 milioni di euro (scenario con adesione al 33% e bassa inflazione) e i 7 miliardi di euro (adesione al 100% e inflazione crescente). Di questi maggiori costi oltre la metà è concentrata tra le imprese con meno di 50 addetti, proprio a causa del livello più elevato dei tassi di interesse sui crediti finanziari. A prescindere dalle ipotesi sulla scelta finanziaria delle imprese utilizzate nei vari scenari, questa simulazione non considera né effetti di razionamento per i periodi in cui non opera il Fondo di Garanzia né possibili reazioni del sistema bancario che, di fronte ad un aumento di domanda, potrebbe rendere più efficiente l'allocazione del credito sia attraverso una migliore selezione sia con l'emissione di nuovi strumenti finanziari.

I provvedimenti di compensazione previsti per le imprese abbattano in modo consistente i maggiori oneri finanziari ma non sono in grado, almeno considerando gli effetti di medio periodo delle ipotesi di questa simulazione, di annullarli⁶³. La colonna (g) della tabella 12 stima il risparmio differenziale per il Fondo di Garanzia TFR che vede le imprese annullare la contribuzione dell'aliquota dello 0,15% in proporzione al TFR effettivamente versato in azienda. Si tratta dunque di un risparmio differenziale perché di questo beneficio godranno le imprese che già versano parte del TFR e che continuerebbero a farlo anche in assenza di aumenti del tasso di adesione dei lavoratori (scenario a legislazione invariata). Tale risparmio si può quantificare tra i 60 e i 300 milioni di euro, a seconda dello scenario considerato. La colonna (h) della tabella evidenzia invece il risparmio differenziale (rispetto allo scenario a legislazione invariata) dell'aumento della riserva in sospen-

⁶³ L'evoluzione del costo netto della riforma per tutto il decennio della simulazione è stato presentato nella figura 5. I valori dell'ultima colonna della tabella 14 (inflazione costante) corrispondono alla somma dei valori nominali per classi di addetti dell'anno $t+9$ del grafico.

Tab. 12. Maggiori oneri finanziari netti per le imprese nell'ultimo anno di simulazione (t+9; importi in milioni di euro)

Tasso di adesione 33 %										
Hp inflazione e tassi medi sul debito costanti										
Classe di addetti	Flusso di TFR smobilizzato	Rivalutazione totale scenario leg. invariata (b)	Rivalutazione totale scenario simulato (c)	Maggior Debito (d)	Maggiori oneri finanziari (e)	Differenza nei costi delle imprese (f) = (c) + (e) - (b)	Compensazioni			
							Differenziale FG-TFR	Maggior deducibilità del 4% o 6% (h)	Risparmio contributivo	Effetto Netto
Da 0 a 49	(a) 2.862	3.809	3.543	7.156	527	261	(g) -36	(h) -85	(i) -67	74
50-249	1.095	1.491	1.387	2.994	202	98	-14	-18	-25	41
Oltre 250	1.470	2.454	2.307	4.452	257	110	-18	-24	-35	33
Totale	5.427	7.753	7.237	14.602	986	470	-68	-127	-127	148
Hp inflazione e tasso medio sul debito crescenti										
Classe di addetti	Flusso di TFR smobilizzato	Rivalutazione totale scenario leg. invariata (b)	Rivalutazione totale scenario simulato (c)	Maggior Debito (d)	Maggiori oneri finanziari (e)	Differenza nei costi delle imprese (f) = (c) + (e) - (b)	Compensazioni			
							Differenziale FG-TFR	Maggior deducibilità del 4% o 6% (h)	Risparmio contributivo	Effetto Netto
Da 0 a 49	(a) 2.973	10.079	9.398	9.308	1.129	448	(g) -65	(h) -89	(i) -69	224
50-249	1.137	3.946	3.678	3.865	432	164	-15	-18	-26	105
Oltre 250	1.527	6.533	6.157	5.398	552	176	-19	-25	-36	96
Totale	5.637	20.557	19.233	18.570	2.112	788	-70	-132	-131	456

Tasso di adesione 100%										
Hp inflazione e tassi medi sul debito costanti										
Classe di addetti	Flusso di TFR smobilizzato	Rivalutazione totale scenario leg. invariata (b)	Rivalutazione totale scenario simulato (c)	Maggior Debito (d)	Maggiori oneri finanziari (e)	Differenza nei costi delle imprese (f) = (c) + (e) - (b)	Compensazioni			
							Differenziale FG-TFR (g)	Maggiore deducibilità del 4 % o 6% (h)	Risparmio contributivo (i)	Effetto Netto
Da 0 a 49	8.629	3.809	2.613	45.992	3.390	2.194	-187	-383	-301	1.323
50-249	3.301	1.491	1.022	17.959	1.211	742	-62	-81	-115	485
Oltre 250	4.432	2.454	1.796	25.034	1.446	788	-82	-106	-155	444
Totale	16.363	7.753	5.431	88.984	6.047	3.725	-305	-569	-570	2.280
Hp inflazione e tassi medi sul debito crescenti										
Compensazioni										
Classe di addetti	Flusso di TFR smobilizzato	Rivalutazione totale scenario leg. invariata (b)	Rivalutazione totale scenario simulato (c)	Maggior Debito (d)	Maggiori oneri finanziari (e)	Differenza nei costi delle imprese (f) = (c) + (e) - (b)	Differenziale FG-TFR (g)	Maggiore deducibilità del 4 % o 6% (h)	Risparmio contributivo (i)	Effetto Netto
Da 0 a 49	8.964	10.079	7.014	52.348	7.254	4.189	-195	-398	-312	3.284
50-249	3.429	3.946	2.743	20.459	2.594	1.391	-64	-83	-119	1.124
Oltre 250	4.604	6.533	4.843	28.567	3.102	1.412	-86	-111	-161	1.054
Totale	16.997	20.557	14.600	101.375	12.949	6.992	-317	-592	-592	5.491

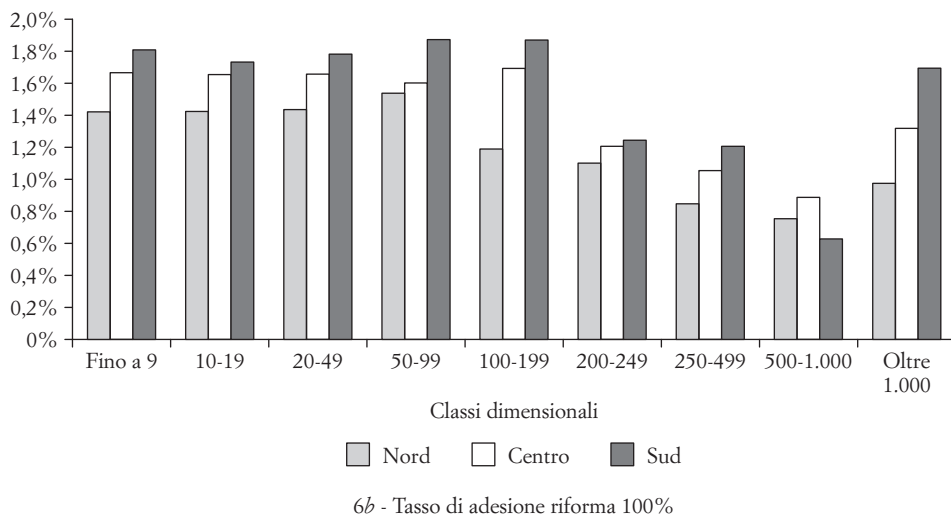
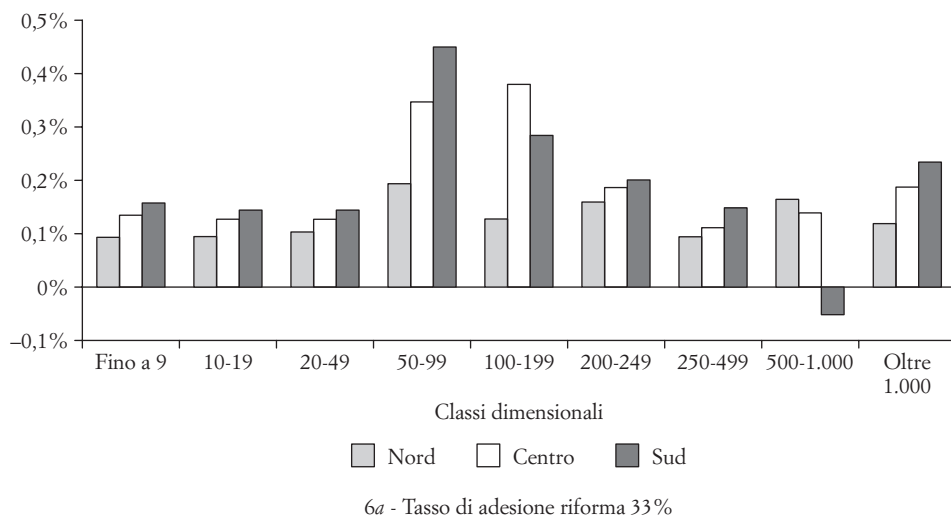


FIG. 6. Effetto netto in percentuale del monte retributivo dopo 10 anni di riforma (scenari ad inflazione crescente).

sione di imposta legata al TFR smobilizzato, pari a 1% o 3% a seconda della dimensione di impresa. In questo caso il modello ha tenuto conto della capienza fiscale delle singole imprese che permetterà di godere effettivamente dei vantaggi della sospensione di imposta. Il beneficio netto alla fine del periodo di simulazione è valutabile tra i 120 e i 600 milioni di euro. Infine, la

colonna (i) della tabella 12 considera il risparmio contributivo introdotto con il decreto legge 203/2005, che porta un beneficio immediato in termini di riduzione del costo del lavoro e indipendente dalla capienza delle imposte sui redditi.

Il complesso degli effetti considerati porta a quantificare i maggiori oneri per le imprese dopo 10 anni di operatività della riforma (il 2017) in un importo variabile tra 150 milioni (tasso di adesione al 33% e inflazione costante) e 5 miliardi di euro (adesione al 100% e inflazione crescente)⁶⁴. La stima di 5 miliardi di euro, lo ricordiamo, costituisce una valutazione del tetto massimo dei costi per le imprese, considerando sia un'adesione al 100% dei lavoratori⁶⁵, sia la completa sostituzione con debito bancario del minore autofinanziamento.

È inoltre interessante notare che gli effetti dimensionali e territoriali sono piuttosto differenti alla fine del periodo di simulazione considerando le ipotesi di scenari alternativi. La figura 6 illustra gli effetti netti (rapportati al monte retributivo) dopo 10 anni di riforma sia nell'ipotesi di adesione al 33% (parte superiore della figura), sia nell'ipotesi di adesione al 100% (parte inferiore).

Si può infatti verificare che nello scenario 100%, il rapporto tra maggiori oneri netti e monte retributivo è in media dell'1,4% ma fortemente decrescente per dimensione di impresa con evidenti elementi di sofferenza nelle regioni meridionali. Considerando invece un tasso di adesione al 33% gli oneri netti in media rappresentano lo 0,15% del monte retributivo e, a seconda dell'interazione tra scelte finanziarie e tassi bancari, si verificano posizioni di maggiore criticità per le imprese della classe 50-200 addetti. Alcune delle imprese maggiori, al contrario, possono addirittura vedere una maggior incidenza delle misure compensative rispetto ai costi finanziari.

5. Conclusioni

La forte contrazione dei tassi di sostituzione nel sistema pensionistico pubblico ha fatto emergere la necessità di promuovere lo sviluppo della previdenza complementare, in Italia regolamentata solo a partire dal 1993, per integrare le prestazioni del primo pilastro. Nonostante i ripetuti interventi

⁶⁴ Se consideriamo i valori a prezzi 2005, tali importi diventano rispettivamente pari a 117 milioni e 3,5 miliardi di euro.

⁶⁵ Val la pena di sottolineare nuovamente che anche nell'ipotesi di adesione al 100%, si suppone che i lavoratori con elevata anzianità contributiva continueranno a scegliere di destinare a fondo pensione solo una quota del TFR maturando.

normativi di correzione e incentivazione, l'adesione dei lavoratori dipendenti ai fondi pensione è ancora decisamente insoddisfacente e il TFR rimane una forma di risparmio privilegiata dai lavoratori e molto gradita alle imprese. I recenti provvedimenti di riordino del sistema pensionistico si sono proposti di dare un grande impulso al decollo dei fondi pensione, grazie al meccanismo del silenzio assenso che prevede la devoluzione dei nuovi accantonamenti del TFR in mancanza di una esplicita manifestazione di volontà contraria da parte del lavoratore.

In questo lavoro si è cercato di valutare il costo per le imprese applicando due ipotesi alternative di adesione ai fondi pensione da parte dei lavoratori dipendenti, considerando che il TFR costituisce una quota consistente dell'autofinanziamento di impresa. L'esercizio ha stimato l'impatto della nuova normativa sia in un contesto credibile, costruito su un tasso di adesione dei lavoratori del 33% e su scelte finanziarie di impresa che ricorrono non integralmente al capitale di debito, sia in termini di costo massimo teorico per le imprese, considerando un'adesione del 100% e che tutto il minor autofinanziamento sia coperto con l'accensione di nuovo debito bancario. Il costo netto per le imprese oscilla, anche a seconda delle ipotesi sull'inflazione, tra i 150 milioni e i 5 miliardi di euro alla fine del periodo di simulazione, per un ammontare comunque inferiore al 3,5% del monte retributivo. Si può dire che esista una questione specifica per le imprese minori? Il lavoro evidenzia che il TFR interessa meno del 30% delle microimprese e, dato il differenziale salariale, si può verificare che il peso relativo dell'accantonamento TFR sull'autofinanziamento è inferiore rispetto a quanto sperimentato dalle imprese maggiori. Tuttavia, la centralità dell'autofinanziamento come strumento di copertura dei fabbisogni finanziari rende la questione particolarmente rilevante per le imprese minori, che possono subire fenomeni di razionamento e comunque accedono al credito a tassi relativamente più elevati. Esaminando infatti il ventaglio dei tassi passivi per dimensione di impresa, emerge un costo chiaramente decrescente al crescere della dimensione di impresa e della localizzazione verso le regioni settentrionali. Pertanto, la stima dei costi netti complessivi evidenzia, dopo i primi anni in cui le misure compensative più che bilanciano la perdita delle imprese, l'emergere di costi che per oltre la metà risultano a carico delle imprese con meno di 50 addetti, anche nell'ipotesi più prudente circa la dinamica inflazionistica. Considerando questi elementi, gli strumenti di compensazione introdotti affinché lo smobilizzo del TFR avvenga «senza oneri per le imprese» appaiono non completamente soddisfacenti perché sono in grado di ridurre significativamente gli oneri di impresa nel lungo periodo solo in caso di parziale adesione alla riforma e nei limiti di uno scenario di inflazione e tassi reali contenuti. Di fronte ad un'ipotesi di adesione massiccia e ad un rialzo dei tassi, il profilo dei costi si

presenta nettamente decrescente con la dimensione di impresa, anche perché i provvedimenti compensativi non appaiono discriminare adeguatamente tra le differenti tipologie di impresa. Gli stanziamenti per le misure compensative previsti nei provvedimenti di riforma sembrano confermare questa valutazione, in quanto i relativi fondi risultano adeguati solo nella misura in cui i tassi di adesione dei lavoratori i fondi pensione non superino il 50%. Va peraltro sottolineato che ulteriori benefici per il sistema delle imprese, non quantificati in questa simulazione, potrebbero arrivare nel medio periodo proprio dalle risorse che gli stessi fondi pensione potrebbero reinvestire nel sistema produttivo nazionale, in misura ovviamente proporzionale al successo della riforma stessa.

Riferimenti bibliografici

- Bardazzi, R. e Pazienza, M.G. (2003), *The Social Contributions (SC) module: Development and results of the IRAP-SC Italian model*, DIECOFIS Working Paper (Deliverable 5.1), disponibile su petra1.istat/diecofis.
- Bardazzi, R., Parisi, V. e Pazienza, M.G. (2004), Modelling direct and indirect taxes on firms: a policy simulation, in *Austrian Journal of Statistics*, vol. 33, n. 1+2, pp. 237-259.
- Berger, A.N. e Udell, G.F. (1998), The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle, in *Journal of Banking & Finance*, n. 22 (6-8), pp. 613-673.
- Boeri, T. e Faini, R. (2004), La riforma delle pensioni e la malattia dell'ultima sigaretta, in *La voce* 29.7.2004, www.lavoce.it.
- Bontempi, M.E., Giannini, S. e Golinelli, R. (2003), *The assessment of leverage reactivity to corporate taxes: a model-based approach for Italy*, Paper presentato alla Riunione SIEP, ottobre 2003, Pavia.
- Camera dei Deputati (2004), Scheda di lettura 103/3 dell'A.C. n. 2145-B, Servizio Studi.
- Castellino, O. e Fornero, E. (2000), Il TFR: una coperta troppo stretta, in *Rivista di Politica Economica*, vol. 90, n. 9, pp. 107-126.
- Chiorazzo, V. e Milani, C. (2005), TFR e riforma della previdenza integrativa: alcune note, in *ABI, Rapporto di Previsione*, Roma, pp. 74-88.
- COVIP (vari anni), *Relazione Annuale*, Roma.
- D'Avossa, E. (1984), *Il trattamento di fine rapporto*, Milano, Ipsoa.
- Di Majo, A., Pazienza, M.G. e Triberti, B. (2005), *Le scelte di finanziamento delle imprese minori: teorie e analisi del caso italiano*, Working Paper del Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie, Università di Genova, n. 7.
- Forni, L. (2003), Alcune considerazioni sui provvedimenti e sul dibattito in corso in tema di previdenza complementare, in *Argomenti di discussione CERP*, n. 3.
- Giannini, S. e Guerra, M.C. (2005), *Alla ricerca di una disciplina fiscale per la previdenza complementare*, su www.capp.unimo.it.
- Graham, J. (2003), Taxes and Corporate Finance: a Review, in *Review of Financial Studies*, n. 16, pp. 1074-1128.

- Inglese, F. e Oropallo, F. (2004), The Development of an Integrated and Systematized Information System for Economic and Policy Impact Analysis, in *Austrian Journal of Statistics*, vol. 33, n. 1+2, pp. 211-236.
- ISAE (2005), *Finanza Pubblica e redistribuzione*, Rapporto ISAE Ottobre, Roma.
- Ministero del lavoro e delle politiche sociali (2002), *Rapporto sulle strategie nazionali per i futuri sistemi pensionistici*, Roma.
- Myers, S.C. e Majluf, N.S. (1984), Corporate financing and investment decision when the firm have information that investors do not have, in *Journal of Financial economics*, n. 13, pp. 187-222.
- Palermo, G. e Valentini, M. (2000), Il Fondo di Trattamento di Fine Rapporto e la struttura finanziaria delle imprese, in *Economia Italiana*, n. 2/3, pp. 513-540.
- Santoro Passarelli, G. (1984), *Dall'indennità di anzianità al trattamento di fine rapporto*, Milano, Giuffrè Editore.
- Solari, S. (2004), The impact of welfare system reforms: the case of Italian TFR, in *Rivista Italiana di Scienze Economiche e Commerciali*, v. 51, n. 3, pp. 367-392.

The Effects on small and medium enterprises of the severance pay reform: a microsimulation analysis

by Rossella Baldazzi e maria Grazia Pazienza

The Social Security Reform recently passed by the Italian Parliament establishes, starting from 2008, a system designed to promote a switch to pension funds of the resources which were until now used for severance pay. This amount is a deferred salary which is accorded to employees when they leave their jobs, revaluated at a predetermined rate. From another perspective, this fund is accumulated by the firm as a long term debt and therefore represents an important form of self-financing. In this paper we evaluate the consequences of the reform on the financial cost for firms. This aspect has not been empirically investigated so far. Thus we intend to give a contribution on the quantitative evaluation of the costs for firms due to differential between severance pay costs and bank lending expenses. We perform this analysis by means of a microsimulation model for all non-agricultural and non-financial Italian firms. Our model produces significant results as it covers small and very small firms which are likely to be more affected by the reform because they rely mainly on self financing and pay higher interest rates. Results are evaluated under different hypotheses about inflation, interest rates, and resources switched to pension funds. Simulations confirm that small and medium sized enterprises bear the main burden of the reform. Compensatory measures provided by the reform succeed in balancing additional financial costs for firms in the long run only under a non inflationary framework.

Keywords: Severance pay, financial structure, microsimulatory.

J.E.L. Classification: C81; H32; J65.